全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

股票市场超级明星

加拿大顶级选股人的秘密

鲍伯·汤普森（Bob Thompson） 著

Stock Market Superstars

Secrets of Canada's Top Stock Pickers



上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资是一门充满神奇诱惑的艺术。

顶级投资家的选股故事，总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。《股票市场超级明星——加拿大顶级选股人的秘密》一书为我们揭示了加拿大12位最伟大的基金经理之所以伟大的那些关键特征背后的机制和心理学秘密。这些顶级选股人如何在股市轻松赚到数百万乃至数千万美元？这就是本书作者鲍伯·汤普森在与这些赚钱的超级明星进行的访谈中所要回答的问题。

本书强调这些顶级基金经理的共同特质，解释了这些超级明星的投资策略、风格和成就，是怎样在数年间发展起来的，并力求帮助普通投资人学习掌握这些成功经理人的技巧。在这本令人愉快的书中，投资者还将了解到这些投资领域最聪明的一些人的视角、个性、弱点、观点和疑虑。这将使投资者认识到自身的优点和不足，学习如何成为伟大的投资人。

Stock Market Superstars

Secrets of Canada's
Top Stock Pickers

网址：www.sufep.com



定价：48.00元



汇我智慧 添您财富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

股票市场超级明星

——加拿大顶级选股人的秘密

鲍伯·汤普森
(Bob Thompson) 著

周琼琼 李成军 译

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

股票市场超级明星：加拿大顶级选股人的秘密/(加)汤普森(Thompson,B.)著；周琼琼，李成军译．—上海：上海财经大学出版社，2011.1
(世界资本经典译丛)
书名原文：Stock Market Superstars：Secrets of Canada's Top Stock Pickers
ISBN 978-7-5642-0923-0/F·0923

Ⅰ.①股… Ⅱ.①汤… ②周… ③李… Ⅲ.①股票-证券投资-基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第237454号

□ 责任编辑 刘 兵
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义

GUPIAO SHICHANG CHAOJI MINGXING
股 票 市 场 超 级 明 星
——加拿大顶级选股人的秘密

鲍伯·汤普森
(Bob Thompson) 著
周琼琼 李成军 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)
网 址：http://www.sufep.com
电子邮箱：webmaster@sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
上海蒋村书刊装订厂装订
2011年11月第1版 2011年1月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 25.5印张(插页5) 378千字
印数：0 001—1 000 定价：48.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner, work with winners!）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85％的格雷厄姆和15％的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间跨度长达百余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一、二、三、四、五、六辑里，我们为您奉献了《**伦巴第街**》、《**攻守兼备**》、《**价值平均策略**》、《**浮华时代**》、《**忠告**》、《**尖峰时刻**》、《**战胜标准普尔**》、《**伟大的事业**》、《**投资存亡战**》、《**黄金简史**》、《**华尔街的扑克牌**》、《**标准普尔选股指南**》、《**华尔街五十年**》、《**先知先觉**》、《**共同基金必胜法则**》、《**华尔街传奇**》、《**大熊市**》、《**证券分析**》、《**股票估值实用指南**》、《**货币简史**》、《**货币与投资**》等40本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第七辑中，我们将继续一如既往地向您推荐6本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

股市牛熊交替，大熊市的记忆固然令人心痛神伤，不胜唏嘘，而大牛市的记忆却足以让人热血沸腾，神往不已。《**黄金岁月——美国股市中的非凡时刻**》一书回顾了20世纪美国股票史上10个最兴旺的大牛之年：1908年、1915年、1927年、1928年、1933年、1935年、1954年、1958年、1975年、1995年，再现了美国股市黄金岁月的狂欢盛宴。本书对这些牛市年份进行了综合考察和分析，并解析了股票市场等有关经济现象的演变与趋势等。本书试图从中寻找出股市的不同好时光里某些共同拥有的主题，从而引导读者更好地选择和把握股票交易的机会。作者提出，虽然我们不能精确地预测股市的未来，但通过分析股市历史中那些报酬率丰厚的年份，增强自己的市场洞察力，还是能够找到一些线索，从而估计下一次牛市的来临。希望投资者能通过阅读本书寻找并发现属于自己的大牛市。

战胜市场是每一个投资人的追求和梦想，但谁又不知道战胜市场是何其之难呢？本辑丛书中的《**板块与风格投资——另辟蹊径战胜市场**》一书将为您讲述如何独辟蹊径战胜市场的独特投资法则。本书作者凯特拉诺是iView Research独立研究和咨询有限责任公司的总裁兼策略师，数十年来，凯特拉诺一直身处职业投资和教学的前沿，给这个科技无所不在的世纪带来了一个严谨缜密却又通俗易懂的投资指南，本书的主题涵盖广泛，既有价值评估，也有技术分析，阐释了应该如何建立股票投资组合于板块市场，投资在部分板块的收益甚至可以强于大盘。众所周知，政治家、行业监管部门和经济政策制定者会对金融市场产生巨大的影响，为了确定“热”板块，凯特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉诺提出了政府、经济和市场三元投资模式，他巧妙地把信息时代的各种动量融为一体，把科技、金融与 ETF 引入到构建分散化投资组合中。通过对这个投资模式的适当运用，您将学习如何战胜市场，同时降低系统风险。某种意义上说，这本书是讲板块投资的，而板块投资对于国内证券市场来说是一个新的课题，尤其是在当今的市场环境下。各类投资者都将发现本书值得品读，通过坚持本书中提出的原则和应用深思熟虑的投资策略，投资者可以构建有效的投资组合，从而有望胜过市场，甚至金融专业人士。

投资是一门充满神奇诱惑的艺术，顶级投资家的选股故事总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。《**股票市场超级明星——加拿大顶级选股人的秘密**》一书为我们揭示了加拿大 12 位最伟大的基金经理之所以伟大的那些关键特征背后的机制和心理学秘密。这些国家顶级选股人如何在股市轻松赚到数百万乃至数千万美元？这就是本书作者鲍伯·汤普森在与这些赚钱的超级明星进行的访谈中所要回答的问题。书中强调这些顶级基金经理的共同特质，解释了这些超级明星的投资策略、风格和成就是怎样在数年间发展起来的，并力求帮助普通投资人学习、掌握这些成功经理人的技巧。在这本令人愉快的书中，投资者还将了解到加拿大投资领域最聪明的一些人的视角、个性、弱点、观点和疑虑。这将使投资者认识到自身的优点和不足，学习如何成为伟大的投资人。本书作者鲍伯·汤普森是嘉纳科资本公司的组合基金经理助理和另类投资分析师，他是加拿大另类投资领域公认的权威，同时还是《国家邮报》的金融专栏作家和商业新闻网络电视台的常客。

“前事不忘，后事之师。”任何事物要进入良性循环发展都离不开对过往经验教训的总结和吸取。《**失算的市场先生——泡沫年代与后泡沫年代**》就是这样一本讲述市场经验教训、让人深受启发的好书。本书是由美国著名财经观察家与评论家詹姆斯·格兰特撰写的关于美国次贷危机引起的金融风暴的分析和评论。他以智慧、幽默的语言，一针见血地指出了各种金融体制的弊端和市场失灵所在，并提出了前瞻性建议。本书的主角“市场先生”是一个非英雄式的主角，这个性格反复无常的拟人化市场形象是由“证券分析之父”本杰明·格雷厄姆创造的。这位“市场先生”和古典经济学中的“经济人”截然不同，后者理性平和、深谋远虑，两者即使有一两处相似之处也纯属巧合。“经济人”体系中绝对容不下金融泡沫这样不理性的事物，“市场先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生”却好像经常会情绪失控。“市场先生”究竟在想些什么，他为何常常失算？这正是本书讨论的主题。本书收集的文章涉及了严重程度远甚于1984年债券市场的种种金融误算和误判。书中市场失算的大幕开启于20世纪90年代末的科技股泡沫时代，谢幕于2007～2009年世界范围的房贷与信用崩溃。安然公司和世通公司的破产，安达信会计师事务所的解体，所谓“新兴市场”的启动，牛市的卷土重来，欧元的初次登场，美联储守护者的更替，2007～2008年房贷与信用危机的萌芽，以及记忆中最糟糕的房地产市场等，尽在其中。

培根说“读史使人明智”，历史总是让人景仰，悠久的历史更是让人肃然起敬。《**英美中央银行史**》一书追溯了货币系统在中央银行家、经济思想和政府三者之间的相互作用中发展成熟的漫长曲折的历史过程。从1694年英格兰银行成立以及1791年美利坚银行成立开始，本书第一次将三个世纪的线索用一个统一的框架联系起来，该框架不仅包括货币理论，而且包括中央银行家在金融市场中的处境和应对。尽管饱受经济学家的诟病（缺乏对经济规则的认知，关注金融市场时忽视其宏观经济责任，等等），尽管无法避免在立法机构监管和政府愿望中左右周旋而争取银行的酌情权，甚至于央行的独立地位有时被政府这一最终权威所剥夺，然而，中央银行家无疑被赋予了管理货币和维护货币系统稳定的历史责任。在汹涌如潮的金融市场中，中央银行家们一次次责无旁贷地应对突发事件，平息每一场金融风波。斗转星移，岁月变迁，现行法币体制最终形成。本书指出，经过几个世纪的艰难历程和动荡，中央银行家、政府和经济学家已达成共识，认为央行的适宜角色应包括：(1)将通货膨胀的责任明确地指派给央行；(2)同意通货膨胀率应该处于低位且保持稳定；(3)拒绝将物价控制作为控制通货膨胀的方式；(4)接受为取得通货膨胀控制目标所要求的任何利率浮动……阅读本书，您将获得一次关于西方发达国家中央银行及货币系统历史之旅的深刻精神体验。

投资的经验总是触类旁通，不同行业的成长经历同样值得借鉴，例如实业界的资本积累与投资运作。《**财富帝国——美国六大实业家的传奇人生**》一书收录了6位美国历史上赫赫有名的实业巨人的非凡人生和奋斗历程：美国第一位百万富翁、地产大亨——阿斯特，铁路巨头——范德比尔特，钢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁大王——卡内基，石油巨擘——洛克菲勒，汽车王国的开拓者——亨利·福特，以及将金融与政治完美结合的乔·肯尼迪！他们在不同的领域开创了属于自己的时代，将姓名永远留在美国工业及金融发展的长河中。商场如战场，财富的积累与实业的成长必然是一篇篇可歌可泣的血泪篇章。通往成功的金字塔，一定是由个人卓越的能力、机遇的眷顾、左膀右臂的鼎力相助，以及关键时刻的果断与冷酷这些巨石相垒而成。本书将带领您走进并领略美国传奇实业巨子庞大财富帝国的灿烂风光和绝美风景。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十余年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十几年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张　晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2010年12月8日



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

感谢所有支持我写作并完成本书的人。写作本书是一个冗长的任务，没有下面这些人的帮助，要想完成本书是不可能的。

还有数不清的人给我以灵感，使我思如泉涌，他们为我提供可能接受采访的经理的名字，为本书提供私下的建议。对于那些我没有提及的为我提供帮助的人，这里由衷地向他们表示感谢。

所有的经理——感谢所有的经理，他们花费大量的时间接受我的采访，并为我提供了大量的辅助信息。

经理的支持人员——持续不断地为我们提供业绩数字、图表和背景信息。

我的父亲——过去两年中，他在精神上支持我，花费大量的时间倾听我对本书的想法，并提出自己的建议和看法。他是一位伟大的父亲。

我的客户——经常倾听我谈论本书，支持我为了采访经常去多伦多和其他地方。

阿什利·萨奥塔(Ashley Sahota)——本书编辑和研究过程中花费了大量的时间，没有阿什利不知疲倦的工作，就没有本书的出版。

梅兰妮·杨(Melanie Yang)——本书编辑过程中提供了很多帮助。有了梅兰妮的坚持，本书才得以及时出版。

安迪·屠(Andy Tu)——提供了建设性的意见，并为本书的出版过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耗费了他许多的时间和工作量。

马提亚·安如思科(Matthias Andruschko)——对很多接受采访的经理进行了有价值的研究。没有这些研究，我就不可能在采访过程中提出有见解的问题。

迈克·奥康纳(Mike O'Connor)——出版本书，并坚信出版本书会取得成功。

霍华德·阿特金森(Howard Atkinson)——倾听我的想法，指导我找到出色的出版商。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

当我在英属哥伦比亚省伯纳比（Burnaby）西蒙弗雷泽大学（Simon Fraser University）读书时，我的理想是成为一名医生。我的理科成绩很好，也不晕血，因此学医是很好的选择。我想成为一名医生的愿望缘于在我上大学时，家里正好经历了非常严重的财务困难，家里实在没有多少钱，以致牙医为了50美元而追着我们讨要，我的理发师很同情我，跟我的父亲说在我们“经济情况好转”前免费为我理发。我最终在当地的一家杂货店打工，每小时的收入是11.60美元。这份工作不久就彻底结束了，这家杂货店的顶棚因顶部停车而坍塌了，顶部连同20辆车都掉到了柜台和预订部，而这距离停车场开张还不到15分钟。在当时还有很多人在店里的情况下，没有人在这一事故中死亡，真是一个奇迹。但这标志着我失去了高收入的工作，并开始面临着更加严重的财务困境，这一情况至少延续了好几个月。我不停地翻阅电话簿，只为找到每小时3美元的工作，结果是资金捉襟见肘。

当杂货店6个月重新开张后，这次顶部得到了强化处理，我又回到了原来的岗位，每小时的薪水仍是11.60美元。过了这么长时间的几乎一无所有的生活后，我想确保不会再次发生这样的事，我努力存钱，并学习如何让钱生钱。我阅读“钱生钱”以及任何人只要有耐心、勤奋就可以变得富有的励志读物，当然，更重要的是这些人起步的时候还很年轻。我在沿着这样的道路前进，投资成为我新的兴趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要误会我，虽然直到现在我还在不时地翻阅我的解剖学书籍，但是金融企业还像从前一样是我关注的目标。我认为如果没有经历这些财务困境，我不会在金融业从业，这最终使我受益。当您经历一些非常困难的时刻的时候，您最好感激您所拥有的一切。正如一句谚语所说，艰难困苦，玉汝于成。

当我在杂货店开始工作后资金仍然紧张，因此我申请了学生贷款。我仍然记得信贷员拒绝我想要的贷款时自己惊愕的表情。我吃惊的原因不是您想的那样，而是我想贷款 1 000 美元，他们说，“没门，你的最低贷款金额是 2 500 美元”。

“抱歉，”我说，“我只要 1 000 美元。”

“小伙子，要么贷 2 500 美元，要么你一分钱也贷不到。”

不用说，我贷了 2 500 美元，并决定拿剩余的 1 500 美元投资。我正在成为一名价值投资者。我已经阅读完自己手头的投资类读物，并知道价值投资是最安全的投资方法——买入遭遇打压、不受喜欢和不受欢迎的公司，当它们重新获得追捧后获得投资收益。我知道您在猜测我买的第一只股票是什么。它正是从 1899 年就开始营业的加拿大机构，有 AAA 的信用评级，还是加拿大最大的金融机构之一。我怎么会出错呢？该股票是经典的价值股票，从当年的最高价 20 美元跌到了当时的成交价 10 美元。我感觉自己很了不起，非常聪明。随后，我用 2 000 美元买了 200 股。我想，赚钱是很容易的事。

不幸的是，这只名为皇家信托(Royal Trustco)控股公司的股票因公司最终破产，每股跌到了 0.50 美元，最终更名为金特莱(Gentra)。我猜想金特莱这个名字是“一般垃圾”(general trash)的缩写。谁会关心这个呢？我亏了钱。但是随着我了解成功从来得之不易、失败是成功之母后，这是我曾经经历的另外一件让我受益匪浅的事。我重新鼓起勇气，更加精明地用我多出的学生贷款进行投资，当我必须偿还贷款时，我最终使自己的投资翻番了。

这是我在钱生钱原则上得到的第一个教训。我开始考察从沃伦·巴菲特(Warren Buffett)到约翰·邓普顿(John Templeton)，以及动能投资者理查德·德里豪斯[(Richard Driehaus)，也称“掠夺者”(Gunslinger)]这些成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功投资者的特质。往前推 20 年，我们努力确定一些加拿大最优秀的基金经理的特质、质素和秘密。

一个让人失望的事实是，很多——至少是大多数——个人即使与最优秀的基金经理一起投资也没有在这一过程中赚到很多钱。因为多数投资者，不管是否是高净值个人，都在错误的时间做出了错误的决定。他们不从整体上考察优秀的选股人的资产组合，而是在短期的业绩不佳时就赎回了自己的基金。聪明的基金经理不是突然变笨了，只是他们的风格在一段时间变得不受欢迎了。几乎没有例外，普通投资者在卖出一段时期业绩不佳的基金后，想在其短期业绩突出后再次买入。

过去 30 年中加拿大最优秀的基金经理之一埃里克·斯珀特（Eric Sprott）甚至在我采访他的过程中探讨了这个问题。他的公司在其业绩短期内表现不佳之后通常会失去资产，但是在其业绩非常显著后，正好在顶峰时，又有大批资金涌入。这是很多投资者从他们的投资组合中获得丰厚回报的真正原因。多数金融专家，自称为“普通投资者冠军”，指责投资者业绩不佳是由于基金经理收取的高额费用和共同基金公司的其他罪恶条款所致。作为普通投资者的一员，我要说的是，一般来说，这样的言论是废话。投资回报糟糕是因为普通投资者在情绪的左右下做出了糟糕的决定，而不是在纪律的约束下做出了明智的决定。

投资管理当然不是一门科学，在很多方面，它也不是一门艺术，而是科学与艺术的结合体。问题是很少有人具有成为科学家和艺术家的特点，以及在二者之间进行平衡的能力。这也许是很多最优秀的经理并没有金融学位的原因。弗兰克·默施（Frank Mersch），加拿大最优秀的基金经理之一，拥有超常的把握“宏观形势”的能力，他说是自己的哲学和历史学位帮助他意识到了解历史和成为非线性思考者的重要性。他在大学的主要任务是，证明世界上有天使。他不得不学着超脱常规（outside the box）思考，但正是这些经历帮助他取得了超越同行的业绩表现。

我想写这本书是出于以下几个原因。首先，从长期来看，没有几个经理人真的做到很好。只有少数人是该领域的明星。本书通过采访的形式，突出强调了过去发展起来的一些最优秀的基金经理的共同特点。其次，我认为投资者通过教育能够提高他们的投资技能。再次，用基金经理的话来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为投资者需要倾听基金经理的策略、风格和在过去取得的成功。最后，与这些具有不同个性的人坐在一起是一件非常有趣的事，他们中有的非常谦虚、害羞，有的有点傲慢，有的则非常有趣。

你也许会问，“本书中为什么会选择这些人而不是其他人呢？他们比自己的同行更优秀吗?”我选择这些伟大的基金经理都有特定的原因。他们在各自阐明的目标方面做得很优秀，无论是战胜各自的标杆还是创造绝对回报。我专门选择了那些按照不同的方法获得杰出回报的基金经理。一些是价值投资型经理，一些是成长型或动能型经理，一些是对冲基金经理，一些则不能避而不谈。所有这些术语都将在随后的章节中定义。

随着市场周期的运动，出现了一些好的基金经理，与此同时，也有一些好的基金经理退出了。只有少数“伟大的”基金经理无论在好的还是坏的市场上都能取得显著的回报。这也是我选择的基金经理至少要有 10 年左右可以跟踪的从业记录的原因。这一时间框架涵盖了 20 世纪末的大牛市，新世纪前几年危险的、变幻莫测的、让人害怕的市场环境，以及 2003～2007 年间较好的市场环境。我想确保他们可以跟踪的记录至少涵盖这些不同的市场周期，因为资金管理在很多方面都是建立在基金经理对不同时期的适应能力上的。他们不得不了解这次市场动态变幻是否是陷阱，就像 20 世纪 90 年代末的互联网板块的上涨一样。无论如何，我相信，本书中我没有列出的伟大的基金经理的名单将会很长，有的还非常杰出。如果你认识他们当中的某些人，请不吝赐教，有关他们的资料将出现在我的下一本书里。

就像加拿大股票市场上有很多股票一样，加拿大的投资经理和基金也有很多。因此就像选股一样，需要花费很多的时间和精力研究、选择和跟踪符合你的目标的基金经理。对那些认为找出盈利的投资人是件容易的事的人来说，要做到这一点，并没有那么简单。我一次又一次地阅读投资文献、研究资料和第二次世界大战的历史，以期从整体上洞察世界。在 2003 年伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)的年会上，沃伦·巴菲特著名的合伙人查理·芒格(Charlie Munger)说，“我曾经说过，在我的一生中，我知道没有一个人能够在不阅读的情况下在广泛的领域里表现得很明智，这样的人事实上不存在。你会对沃伦·巴菲特的阅读量感到吃惊，你也会对我的阅读量感到吃惊”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阅读本书将会使你成为更好的投资者吗？我确信会做到这一点，因为本书突出强调了加拿大投资界一些最聪明的人的洞见、个性、缺点、见解和疑虑。它将会帮助你明确自己的优势和弱势，认识到是什么使你在长期内成为一个伟大的投资者。然而，需要注意的是，市场就像一个大的拍卖场，当你决定自己做交易的时候，你是在与所有这些聪明人竞争。明天你是否会自信地出去做脑外科手术呢？读完本书的脑外科医师不能回答这个问题。如果你不是脑外科医师，且回答"是"，那么出去试试吧！你也许将会为一些人的死亡负责。幸运的是，在投资领域，你将只为摧毁自己的投资组合负责。

最后，但并不是最不重要的(一点)，写作本书并突出强调我选择的这些基金经理，我是冒着引起他们自我过度膨胀的风险。我选择这些"明星"的原因之一就是他们一般都很谦虚。这是一个棘手的主题，因为如果你不自信，就不会在投资领域做得很好，但是狂妄自大每次都会毁灭你。一旦你听到有关基金经理骄傲自大、傲慢以及"我总是正确的"的言论，这通常是选择用脚投票的最佳时机，因为这正好是其未来业绩的反向指标。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序/1

致谢/1

前言/1

投资管理风格简介/1

提姆·麦克艾文/13

韦恩·迪恩斯/44

罗伊特·塞格尔/68

埃里克·斯珀特/99

欧文·迈克尔/140



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弗兰克・默施/171

彼得・普御提/203

阿伦・杰克布/239

汤姆・史丹利/268

赫伯与兰德尔・艾布拉姆森/301

诺曼・拉玛奇/338

约翰・席森和杰夫・麦科德/361

股票市场超级明星的共同特质和教训/382



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资管理风格简介

一、组合结构:构建投资组合的简单原则

管理资金有很多种方法。如果管理资金的企业的赚钱风格、系统和方法的种类超出了你的想象,这只证明了一点:管理资金没有最好的方法。如果存在不变的万无一失的系统,每个人都会使用它。问题是,如果太多的人使用任何一种相同的系统或方法,注定将会失败,因为没有人对其他任何人有优势。这也是任何成功的基金经理最重要的一个特点之一——适应能力超群。即便是自负的价值投资经理人约翰·邓普顿爵士也说,“如果你今天做事的方法和20年前一样,你很有可能做不好”。适应能力也是蟑螂能够在几百万年前发生的毁灭性的气候变化中幸存的原因,至于恐龙的灭绝也恰恰说明了规模在资金管理业中并不是那么重要,重要的是应对不同环境的反应和变化的能力。

现在我们知道了蟑螂及其幸存的原因,而实际上有为数不多的几种管理资金的方法,我在随后的篇幅中会对其进行详细讨论,但是总之,有价值型投资经理、成长型投资经理、股票多头/空头型投资经理,这三种风格还有不同的变体。一些非常聪明的人嘲笑并避而不谈这些不同的风格,但是如果你掌握了不同的人怎样用不同的方法管理资金,你管理自己资金的能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将会取得重大的突破。我从协同共同基金(Synergy Mutual Funds)——现在是CI投资(CI Investments)的一部分——发行的小册子中摘录了下面这三段概述不同投资风格的文字。

(一)价值型投资

1. 价值型股票选取

价值型投资经理投资于交易价格低于发行公司真实(或内在)估值的股票。预计随着时间的推移,市场将会逐渐意识到企业的价值,股票的价格将随之上涨。价值型投资者假定股票的内在价值将会提高,不会为其支付溢价。

2. 价值型组合构建

组合的特点——价值组合预计将会低于平均波动程度。组合按照平均价格/正常化的收益(normalized earnings)加权,股票价格/账面价值乘数通常低于市场平均水平。股息率有所不同,但通常高于市场平均水平。

风险管理——组合通常通过行业进行多样化。通过确定下行风险目标和努力购买低于内在价值的证券,"安全边际"在一定程度上为错误和不确定性的影响提供了缓冲。计量模型用来管理风险,并影响所持有股票的权重。

卖出纪律——持有的股票在以下情况会卖出:(1)价格接近内在价值;(2)用有更好的价值特征的股票替换某只股票;(3)提供组合的风险/回报预期。

(二)成长型投资

1. 成长型股票选取

成长型投资经理投资于长期增长水平超过市场平均水平的公司的股票。增长的形式可以表现为收益、现金流、收入或数量。

估值参数如股票价格/收益和股票价格/账面价值比率不用来定义增长——基本面定义增长。成长型股票的估值有很大的不同,应反映增长的可预测性、持续能力和质量。

2. 成长型组合构建

组合的特点——组合的加权平均收益和收入增长率持续超过了市场的增长率。

风险管理——组合按照行业、市值和估值充分进行多元化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出纪律——持有的股票在以下情况会卖出:(1)相关公司停止表现出卓越的增长潜力;(2)如果股票的估值超过了其基本面确定的价值;(3)提高组合的风险/回报预期。

(三)动能型投资

1. 动能型股票选取

选择标准——动能型投资经理投资于表现出积极的相对和/或绝对的基本面变化的公司的股票。为了达到这一目的,动能型投资组合中股票的选择通常表现出如下四个特点的最佳结合:

积极的估值调整——分析师预测股票的收益、现金流、收入、产量等将上涨。

意外惊喜——年报报告的结果超出了市场预期。

意外的相对优势——股票的价格超过了市场和/或业内同行的表现。

意外的加速——公司的收入和/或收益以较低的速度增加或下降。

2. 动能型组合构建

组合的特点——组合的加权平均变化水平持续超过了市场水平。

风险管理——组合按照行业和风险因素进行充分的多元化。计量风险模型用来管理风险因素,将会影响所持股票的权重。

卖出纪律——持有的股票在以下情况会卖出:(1)按照以上四个因素衡量,相关公司的基本面显示出不利的相对和/或绝对的变化;(2)用另外一只表现出更好的动能的股票来替换某只股票;(3)提高组合的风险/回报预期。

不同的投资风格似乎在不同时期交互得到市场的追捧。换句话说,价值型投资的表现在一段时期超越了成长型投资,成长型投资的表现在一段时期超越了价值型投资。关键是同时进行两种不同风格的投资,这样你的组合的总体回报的波动程度将低于单独进行任何一种风格的投资的波动程度。较高的波动性本质不是一个问题,因为很多基金经理说,如果没有一定的较大的波动,你就不能获得优秀的业绩。在现实生活中,对所有人来说过高的波动程度难以承受,但是多数成熟的投资者可以承受。

让我们来看一些例子。1981~1986 年,价值型投资的收益大幅度超过了成长型投资。价值型投资的收益率为 23%,而成长型投资的收益率为 12%。如果你基于上述数据在 1987~1991 年间进行投资,这刚好是一个错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误的决定——成长型投资的收益率为 18.9%，价值型投资的收益率为 11.9%。二者的先后顺序在 1992～1996 年间再次发生变化：价值型投资的收益率为 18.6%，成长型投资的收益率为 13.2%。我们中的很多人会记得接下来发生的事情。1997～1999 年的高科技泡沫使成长型投资的收益率达到了 32.1%，而价值型投资的收益率为 14.2%。正如投机泡沫破灭后经常发生的，市场的领先地位在接下来的几年发生了变化。从 2000～2006 年，随着成长型投资的逐渐失宠，价值型投资的表现很好。但是在 2007 年，成长型投资展示出了几乎在 10 年里相对价值型投资的最高水平。这也通常暗示着经济活动的高潮。成长型投资通常在衰退时期的表现要明显好于价值型投资。两种投资风格在历史上都有不错的表现，但是根据市场情况，二者的领先水平发生了变化。

年回报率(%)

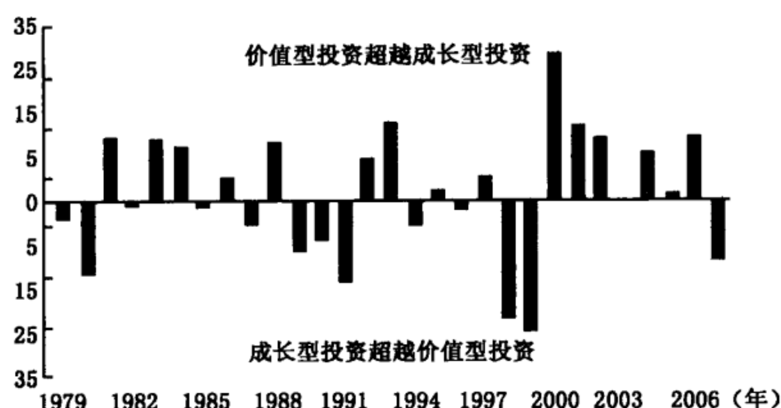
年　份	价值型投资	成长型投资
1981～1986	23.3	11.8
1987～1991	11.8	18.9
1992～1996	18.6	13.2
1997～1999	14.2	32.1
2000	29.5	−13.9
2001～2006	7.9	−1.6
2007	−0.17	11.8

资料来源：Fama & French and Bernstein until 2000；Russell Value 1000 Value & Growth Index from 2001 to 2007。

从逻辑上来讲，下一个问题将是："为什么不在成长型投资表现好的时候投资成长型基金，在价值型投资表现好的时候投资价值型基金呢？"理论上来讲，这是一个好主意——实践中的表现通常很糟糕。不可能知道哪种策略将会胜出，但是我们经常会有后见之明。就像衰退一样，我们从来不知道何时会发生衰退，直到我们身处其中。底线是拥有规范的流程和计划通常比在情绪和异想天开基础上做出的投资决定要重要得多。

合适的风格管理在长期内证明了自身的价值。通过积极地调整自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：图中显示1979年1月到2007年12月31日罗素1000价值指数(Russell 1000 Value Index)和罗素1000成长指数(Russell 1000 Growth Index)的年回报差额。不受管理的罗素1000价值指数包括罗素1000指数中低于平均增长水平的股票。不受管理的罗素1000成长指数包括罗素1000指数中高于平均增长水平的股票。

资料来源：弗兰克罗素公司(Frank Russell Company)。

我们喜爱的投资风格

组合以保持特定的风格，从长期来看你会降低组合的总体波动程度，并提高自己的回报。例如，在价值型投资受宠开始时，投资者有50%的资产分配给价值型投资，50%的资产分配给成长型投资，1年后将会调整为65%的价值型投资和35%的成长型投资。这是因为价值型投资相对于成长型投资的优越表现。再平衡到50%的价值型投资和50%的成长型投资模型，将导致投资者追加目前已经表现糟糕的风格的头寸。从历史上看，在一段时间内一种表现落后的风格随后将会胜出。

用下面的参数建立投资组合并将之积极地再调整，将帮助你在更低的波动程度的基础上获得更高的回报，这是单独进行任何一种风格的投资所无法达到的。投资于：(1)单纯的、既定风格的基金；(2)每一类中业绩排名靠前的基金；(3)没有相关性的基金。在不同的市场环境下各个基金的表现不会彼此相似。

二、另类资产经理

在我寻找加拿大最优秀的选股人的过程中，我意识到这将引领我走向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另类资产的资金管理领域。很多伟大而传统的基金经理明白，使用非传统的策略将会增加价值，并降低一些股票市场下行的风险。这些策略包括卖空、使用杠杆或套利策略。我认为非传统投资是如此重要，以至于我用不少的篇幅说明，基金经理选择使用另类资产的原因以及如何用其来增加价值。

对冲基金这一术语通常与另类资产或非传统资产投资有关。这很有趣，因为当一个人说对冲基金的时候，普通大众倾向于认为这是一个风险很高的工具。在多数情况下，这根本不是真的。多数传统的基金经理决定使用对冲基金来提高回报，以便有更多可以处置的工具，并降低投资组合的波动程度。

三、市场风险与非市场风险

从广义上来说，资金管理有两种内在的风险。一种风险是市场风险，或与市场波动相同的回报波动。换句话说，如果市场下跌10%，指数基金就会跌10%。这是因为指数基金的回报完全依赖市场。指数基金承担100%的市场风险。正如你所看到的，指数基金增加的价值不可能超过指数。正因为这一点，投资者不愿意为仅仅达到指数回报的服务支付高额的费用。

资金管理的非市场风险通常是指影响某些证券而不是整个市场的因素。例如，为什么很多黄金股票的表现都不错，而唯独你的黄金股表现糟糕呢？这也许是因为你拥有的这家公司在采矿过程中把化学物质倒进了河里，引起了对环境的破坏，或者是因为该公司没有达到季度收益预期。这种风险不是由于市场引起的，而是由发生在特定公司上的特定事件引起的。

另类投资经理通常认为，他们拥有允许其使用个人技巧来比其他经理表现更好的优势。由于有基于绩效的补偿，他们通常认为，自己的回报更多地依赖其个人的投资技巧而不是市场。他们因此能够努力远离市场风险——他们不能控制市场风险，使其投资组合更多地承受非市场风险——他们感觉自己对这一风险有更多的控制力。这意味着投资组合看上去与其投资的基础指数有很大的不同。例如，在加拿大，由银行和保险公司组成的金融服务股票占指数很大的比例。多数在过去表现优异的另类投资经理或共同基金经理都没有投资银行股，只是因为其占指数的比例太大。只有银行股的估值前景非常有说服力时，他们才会购买。本书中所有的基金经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都会这样做，这一"跳出常规思维"的方法不是巧合。这是他们投资业绩表现这么好的基本原因之一。

另类资产经理通常认为其回报的80%归功于他们的投资技巧，只有20%归功于市场。这一点正好与传统的基金经理相反，他们回报的80%来自市场。这也是传统的基金经理无法打败市场的原因之一。我把本书中的选股人归为非传统经理类别，即便他们不使用对冲工具，因为他们遵循自己的推理而不是市场指数进行投资，他们的投资组合回报通常更多地受其决策而不是指数的影响。这是你超越指数的唯一方法。

四、股票多头/空头策略简介

(一)什么是股票多头/空头投资?

多头/空头股票投资基金是加拿大最流行的对冲基金类别，大约80%的产品都可以纳入这一类别。在美国，大约35%的对冲基金是多头/空头股票投资基金，也是对冲基金中最大的一类。多头/空头股票投资基金是最容易理解的对冲基金方式，因为它们使用股票作为自己的投资策略的一部分。其他的对冲方式使用复杂的套利策略、衍生品、固定收益工具或其他工具的组合来达到自己的目标。尽管多数对冲策略的共同目标是取得绝对的回报(正的回报)，不同的方式将会产生不同的风险/回报组合。

多头/空头股票投资基金的经理买入其喜欢的股票，卖出其不喜欢的股票。在很多情况下，卖空一只股票的原因是为了降低投资组合的总体风险，而不是打赌股票价格将会下降。多头/空头模型是基于这样的假设，使用合适的杠杆和卖空将产生超过市场的回报，其风险要低于市场。

多头/空头股票投资基金主要依赖经理的选股能力，而不是市场的总体回报。

尽管多头/空头股票投资已经有了发展，阿尔弗雷德·琼斯(Alfred Jones)在1949年开发的原始模型仍然有效，它使用合适的杠杆，用卖空的方法来控制风险、创造利润。下面列出的术语在本章最后的术语表中进行了定义。

例如，多头敞口:125%;空头敞口:75%;净市场敞口:50%。

在上面的例子中，如果基金经理只能用市场的多头敞口创造指数的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报,他将会创造市场回报125%的收益。没有空头头寸,波动程度将是市场的125%。因此,经理接受了75%的空头敞口。卖空可以用来控制风险,以防市场下跌,基金用这些头寸来赚取正的回报。正如我们已经看到的,市场的净敞口只有50%。如果基金经理一直只使用卖空来作为降低风险的措施,他实际上不会从卖空中获得正的回报。如果卖空在长期内的收支持平,我们能够看到在既定的天数里基金获得了市场回报125%的收益以及比市场风险低50%的风险(125%的多头,-75%的空头)。

说时容易做时难。上面这个例子已经经过了过度简化,因为基金经理有其他的参数和风险控制工具,但是仍能通过这个例子来了解实质。

(二)股票多头/空头风格差异化

为了持续完成他们的目标,多头/空头经理必须成为优秀的选股人,有既定的投资哲学和可持续的投资方法。经理可以通过不同的方法实现这些目标。下面是股票多头/空头经理使用的几种方法。

(三)配对交易

这一方式通常用来降低某一特定交易的市场风险。有效的配对交易非常依赖经理的选股能力。考虑到两种主要风险——市场风险与非市场风险,经理不需要成为伟大的选股人,但是如果市场整体在迅速下跌,股票可能仅仅因重要的市场因素而下跌。股票也可能因整个行业在下跌而下跌。例如,如果航空航天板块不受欢迎,可能会引起航空公司股票自由落体式的下跌。

在其他方面,与特定股票相关的风险能够引发其股票的下跌,即便市场在上涨阶段也是如此。出现这种情况有很多原因,包括业绩糟糕、破产、诉讼、欺诈等。

经理使用配对交易来降低市场风险对组合的影响。组合的回报完全依赖经理的选股能力,而不是股票所代表的特定行业。

例如,在发生2001年9月11日这样的事件后,一些板块在下跌,正如宾馆行业的经历一样。多头/空头经理也许看到了该板块的价值,但是担心人们停止旅行对整个行业前景的影响。在这种情况下,买入股票后,经理仍然面临着宾馆行业的风险敞口。风险在于看似很好的股票最终仍有可能表现很糟糕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了抵消这一风险，经理将卖出一只质量较差或升值机会小的股票。如果多头和空头头寸的价值相等，行业风险就降低了，回报只依赖该股票相对于其他股票的表现。

多头：ABC 宾馆；空头：XYZ 宾馆；净敞口：0%。

可能的结果：

1.	ABC 上涨	+30%（用来演示）
	XYZ 下跌	+20%（股票价格下跌=资本利得）
	总回报	+50%
2.	ABC 上涨	+30%
	XYZ 上涨	−20%（股票价格上涨=资本损失）
	总回报	+10%
3.	ABC 下跌	−30%
	XYZ 上涨	−20%
	总回报	−50%
4.	ABC 下跌	−20%
	XYZ 下跌	+30%
	总回报	+10%

显然，第三种情形让人震惊。经理能够使用集中方法降低上面例子中的风险。首先，经理可以使用多个不同的配对交易进行多样化。其次，可以使用止损程序，以降低下跌程度超过预先确定水平的股票的头寸。

五、行业或板块轮动

一些多头/空头股票投资经理倾向于采用“自上而下”的宏观经济分析方法。基于他们的这一分析，他们会进行板块投资。组合中将持有有望从宏观经济前景获益的板块的多头头寸，并卖出那些受宏观经济前景不利影响的板块。按照经理的选股参数，选择各个板块中的个股。股票则基于成长或价值属性选择。这一类型的基金也许比严格执行配对交易的基金的波动性要高，但是如果基金经理选择证券，回报会非常高。

例如，特定或一般经济事件也许导致一些板块受到追捧，而其他板块失宠。在这种确定的环境下，如果基金经理卖空某一板块并买入其他板块，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获利非常丰厚。在 2001～2002 年的熊市期间，采用下述策略将会获得不菲的收益：

卖空：科技板块

买入：黄金板块

有两种方法执行这样的交易。基金经理使用指数产品作为板块的代理指标，当然，还可以交易特定指数的成分股。正如上述配对交易的例子所显示的，基金经理能够使用多种方法来管理不同结果引发的风险。

六、特殊情况或机会主义

一些多头/空头股票投资经理本质上使用机会主义投资方法。他们利用短期某一股票的错误定价或给予市场预期的非常高或低的估值情形。这通常与特定股票有关，不能用其他投资对冲。基金经理也混合使用这一方法和其他的多头/空头策略。这一类型的交易本质上比其他的管理方式更多地受非市场因素的影响，因为回报本质上更多地受事件的影响。

该策略高度依赖基金经理确定机会的能力，可能涉足一些非常活跃的需求。

换句话说，基金经理头寸的变化非常快，也许每周或每月就换一次。由于这个原因，流动性非常大。基金经理也许想限制基金的规模，关注特定股票能够买入的股票总数与该股票的平均交易量的关系。

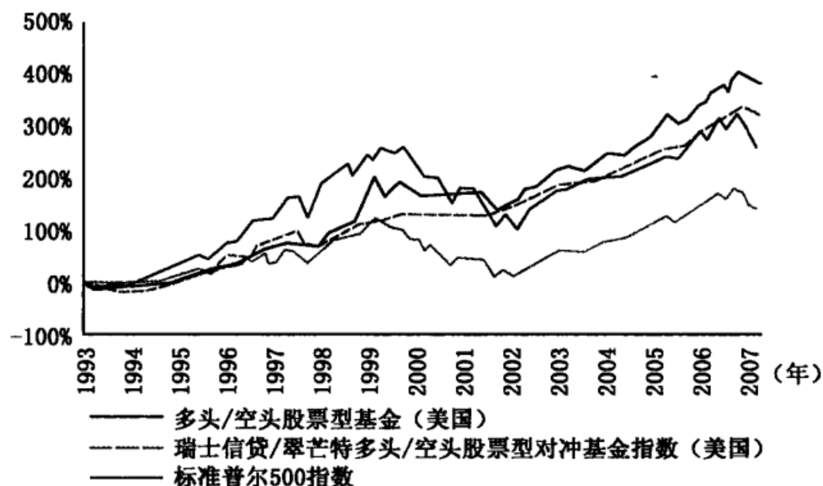
例如，选股人买入一只基金，比如在市场上交易的封闭式基金，并知道该基金将在未来某一时点按照资产净值赎回。假定该基金将在 3 个月后按照现值赎回现金，如果目前其他交易价为资产净值的 90%，则买入该基金。在这种情况下，唯一的风险是其资产净值下跌。然而，在任何情形下，对对冲基金经理来说都有 10%的缓冲。这一多头/空头投资方式能涵盖一些其他的对冲方式，如事件驱动或套利。

在上述情形下，如果资产净值保持稳定，并且基金经理处置得当，就会在 3 个月的时间内获得低风险的 10%的回报。

多数多头/空头股票型基金的目标是获得股票能够带来的回报，并承担低于市场的风险和波动程度。1994 年 1 月到 2008 年 3 月 31 日瑞士信贷/翠芒特多头/空头股票型对冲基金指数(Credit Suisse/Tremont Long/Short

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Equity Hedge Index)显示,该指数的年收益率为11.6%。另一方面,标准普尔500指数同期的年收益率是9.5%。而且,回报更高的多头/空头指数的波动程度只有标准普尔500指数的70%。为了达到他们的目标,多头/空头基金经理使用多种工具,如有选择地使用杠杆、卖空和基于对冲策略的期权。



各种基金与标准普尔500指数收益率比较

投资者应该理解与多头/空头股票型基金相关的统计指标,以便正确地分析组合的情况。另外,为了更加准确地进行分析,潜在的投资者应该依赖了解多头/空头策略,并能够在组合的不同情况下给出合适的投资建议的个人。

在我们的采访过程中,一些基金经理是多头/空头股票型基金经理,包括埃里克·斯珀特、弗兰克·默施、约翰·泰森(John Theissen)、兰德尔·艾布拉姆森(Randall Abramson)、彼得·普彻提(Peter Pucetti)和罗伊特·塞格尔(Rohit Sehgal)。考虑到有机会把自己的资金投入到他们的多头/空头股票型基金或多头股票型基金中,这些基金经理中的多数选择多头/空头策略以增加基金的灵活性。

七、多头/空头股票型基金术语

多头/空头投资相对容易理解。多数基金经理使用多种基本原则买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其喜欢的股票和卖出其不喜欢的股票，或至少是相对减少持有不喜欢的股票。

卖空——我们不想深入了解卖空交易的所有动力；然而，基础知识是很重要的。卖空股票包括借入实际上自己不持有的股票。随后卖出，希望能够以较低的价格买回来。股票的卖空价格和较低的买回价格的差价就是你的利润。另一方面，买回股票的价格高于你卖出股票的价格就会产生损失。

杠杆——很多多头/空头股票型基金在投资过程中使用一些杠杆。杠杆简单地说就是借钱买入股票以努力获得超过正常情况下可能得到的回报。换句话说，投资者为每 1 美元投资而借入 0.5 美元，就会投资 1.5 美元。因此，将会获得 1.5 美元的投资收益，而成本只有借入的 0.5 美元。当然，杠杆也有可能对你不利，如果投资方向相反，损失将会比通常情况下要大。

总敞口——基金买入的股票(多头头寸)与卖出的股票(空头头寸)的组合。例如，多头头寸为 125%；空头头寸为 75%；总敞口为 200%。

净敞口——多头/空头股票型基金中多头敞口与空头敞口的差额。例如，多头头寸为 125%；空头头寸为 75%；净敞口为 50%。

市场风险(系统风险)——与持有特定市场证券相关的风险。这一类证券风险对同一类别的证券来说是相同的，因此不能通过多样化消除。股票的系统风险指标是贝塔系数。

夏普比——测度回报—投资效率的指标，用来创建风险—效率组合。换句话说，夏普比测度每单位风险的投资回报。不同投资的夏普比很容易获得，不需要投资者进行计算。

夏普比的定义是：$S=(r_x-R)/\mathrm{StdDev}(x)$

其中：S 是投资；r_x 是 x 的年平均回报率；R 是无风险证券(如现金)的最高回报率；$\mathrm{StdDev}(x)$是 r_x 的标准差。

实际上，根据回报—风险指标，夏普比越高，投资回报越高。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提姆·麦克艾文

——与噩梦而非梦想为伍



“我使辛普森一家(Homer Simpson)现出活力，因为我的办公室中没有这么多让人兴奋的事。”

作为彼得·康迪尔(Peter Cundill)公司的前投资总监，提姆·麦克艾文(Tim McElvaine)完全是在进行深度价值投资(deep value investing)。如果你想知道深度价值投资的定义，那就是买入那些低于市场业绩、投资者不想要的和不喜欢的公司的股票。有时候，即便是听到这些公司的名字，也会使你不寒而栗。正如提姆所说，“我们与噩梦而不是梦想为伍”。你也许会问，为什么要买入这些给人带来噩梦的公司的股票呢？是这样的，因为如果你选择了一只正确的股票，你就对买入价格有很大的讨价还价的空间，这也是提姆说他如何通过这一业务赚钱的原因。在截至2007年12月31日的过去10年里，其年回报率是20%(投资者的净收益率是16%)，对提姆的投资者来说，买入“噩梦”给他们带来的是梦幻般的业绩。

作为一名严格执行其风格的价值投资者，当他找不到值得买入的股票时，就储备现金。让人吃惊的是，在过去几年中，他持有很多现金，还能够达到这一回报率。在1997年，基金的平均现金头寸是59%，在过去10年中的不同时间段，基金平均持有20%以上的现金。比这一业绩更加让人关注的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，几乎任何资源类股票都达不到这样的业绩。机遇就在于，提姆过去几年持有的股票中，很多公司的名字你都没有听说过。

买入有安全边际的股票也能够帮助降低价值下跌的风险，能够创造惊人的稳定的业绩。提姆是我能够想到的为数不多的几名在过去10年中业绩没有下降的基金经理。除了2002年的下跌以及在2008年初的下跌，麦克艾文投资信托(McElvaine Investment Trust)在过去10年里的业绩图表通常显示为一条向上倾斜的斜线，只有很少的几次脱离了这一斜线。即便是在2007年，这一年中很多"价值型投资经理"被市场所打败，他仍以最大的安全边际赢得了正的回报。在过去几年的市场波动中，这一方式是非常容易的，实践反复证明，从长期来看，只要避免在糟糕的时候最大的下跌就可以赚大钱。

提姆以机智和自谦的幽默出名，与他聊天通常是很有趣的。我认为以一种有趣的方法贬低自己实际上是在帮助人们保持谦虚，这是多数成功的投资者具备的特点之一。实际上在我的说服下，他才答应被写入本书。当我问他尊崇价值投资哲学的原因时，他说，"我没有成长型投资经理那么聪明，因此我这样做符合逻辑"。当问他倾向于持有股票多长时间时，他说，"取决于这些股票的上涨需要很长的时间"，这就指出了这样一个事实——很多价值型投资经理买入股票有点早了。

我在做了一些有关价值型投资经理的研究后，在2006年第一次遇到了提姆。麦克艾文投资信托是能够持续带来回报且经得起未来检验的最好的基金之一，我发现结果和过程在很大程度上是可以重复的。我给他在温哥华的办公室打电话以安排一次会面，以便能够坐下来谈论他的投资哲学。我们不得不将会面安排在几个星期后，因为提姆只是偶尔在温哥华，大部分时间是生活在美丽的维多利亚市(位于加拿大不列颠哥伦比亚省)。

我喜欢本书中很多股票市场明星的原因是，他们中大多数人拥有小型的、不招摇的办公室。提姆也不例外。公司里只有少数几名员工，包括吉姆(Kim)和戴(Di)——提姆经常表扬他们。温哥华市中心的办公室非常小。第一次聊天是在提姆的办公室，他的办公室非常简朴，只在桌上放了一台笔记本电脑。我第二次采访他是2008年5月在温哥华四季酒店的房间里，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时正好经历了价值型股票多年来最严重的下跌。

鲍伯：你是彼得·康迪尔公司的投资总监。你是怎么做到投资总监的呢？

提姆：当时，我在为百慕大的巴特菲尔德银行(Bank of Butterfield)工作，以获取注册金融分析师资格证(CFA)。我想更多地涉足投资企业，我列出了一个我视为导师的人的名单，约翰·邓普顿是其中之一，彼得·康迪尔也是其中之一，还有一些来自佳盟(Trımark)，具体人名我忘了。

罗伯特·克林比尔(Robert Krembil)？

克林比尔也是其中之一。那是在1989年和1990年，这不是股票的好时机，也不是在投资行业求职的好时机。在他们中间，彼得最让我感兴趣，因此我不断地给他发简历。他要么更换自己的传真号码，要么雇用我。让我感激的是，他雇用了我，因此我搬到了温哥华，开始与他一起工作，那时应该是1991年3月。

除了坚持，什么也没做？

啊，是的，除了坚持，什么也没做。公司收到了很多简历，但是收简历的人显然不知道我认为重要的因素。因此，当人们说他们最近这些天在找工作时，如果他们能够量身定做自己的简历，收简历的人就会给他们发出要约，这还要经得起时间的考验。

马克·霍罗威斯科(Mark Holowesko)曾经经营邓普顿成长型基金(Templeton Growth Fund)。他在27岁或25岁时给邓普顿打电话说，“我想为您工作”。邓普顿说，“拿到CFA后再和我说这件事吧”。

几年后他拿着CFA回来了，他用了3年左右的时间拿到了CFA。邓普顿说，“当然可以为我工作了”。我想他让马克在27岁时运营邓普顿成长型基金，是吗？彼得·康迪尔的员工看起来都很年轻，彼得所做的是否就是把没有太多经验的年轻人带到公司，说“我教你价值投资的方法？”或者您在加盟公司、见到彼得前已经有了很多经验？

不是的，但是彼得是价值投资者。他们这样做成功很容易。

对的。因此他们也在用这样的方法经营企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不，我不是这样的。我所做的是给彼得提供很多非常好的主意，因此我觉得他知道我是怎么思考的。随后当我开始与他工作时，就只是工作问题了。

在你成为投资总监前为他工作了多长时间？很短，是吗？

优势是只有我们两个人，因此[笑了]我不必顺着职业层级爬。我们公司有 15 名员工，但是只有 2 个人负责投资业务。

公司管理的资金有多少？

大约在 3 亿美元左右，目前规模下降了，因为 1991 年的市场走势不好，因此事情并不总是一帆风顺。

你有会计学学位和 CFA。有很多人拥有 CFA，也有很多人什么学位和资质都没有，但他们的投资业绩也不错。因此就对你的投资业绩的帮助来讲，你认为哪一个更重要？

我的性格不适合做类似你这样的工作，因此我认为注册资格更重要。这就像一个语言问题。就像学习法语——没有什么神奇的地方，但它使你对外语感到非常舒服，主要是扔掉了英国标准。然后，它也使你了解会计是如何脱离实际的。因此，你一点也不用怕它，你会说，“呵呵，那是垃圾”。他们对会计所做的工作也是注册资格或特许会计师[1]想做的，但这并不是经济或企业中发生的。CFA——上帝保佑 CFA，只要他们维持目前的程序，就不会有很多人在企业中做我所做的事情。因此，CFA 对我来说很有趣，因为这是我想要的，但是也有很多人感觉它很可怕，因为他们并不适合你或我的日常工作。

我的会计师——特许会计师——告诉我下面这个段子。他说，“用会计师来控制出生率会怎样？”我说，“什么？”他说，“他们的性格。”[笑了]这个段子来自我的会计师，而不是我杜撰的。显然，你说你给彼得提供一些想法。在遇到彼得·康迪尔之前，你是一位价值投资者。你是如何成为了一名价值投资者，而不是一名成长型投资者？

---

〔1〕 会计专业在加拿大有三个国际认可的执业资格证考试：CA（特许会计师，多为上市公司进行审计）、CGA（注册会计师，多为中小企业服务）、CMA（注册管理会计师，多为大型企业内部服务）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的，尤其是考虑到我是特许会计师，我显然自尊心不强，当你自尊心不强的时候，你就会选择价值型股票。如果我真的认为我聪明的话，也许我会成为一名成长型投资者。正是这样一种心态使我成为一名价值投资者。在20世纪80年代，我读了很多关于巴菲特、本·格雷厄姆(Ben Graham)和约翰·邓普顿的书。我在20世纪80年代初参加了约翰·邓普顿的年度股东大会，因此这看起来与我对世界的看法比较契合。

你记得第一次购买股票或你对股票市场感兴趣时或你开始买股票时的经历吗？

我第一次购买股票，而不是在公路旁边的汽水摊的雇员的经历？我第一次经商的经历大概是我12岁的时候。我们生活在农场上。我决定，当然有我父母的“鼓励”，生产鸡蛋并把它们卖给邻居。我最终拥有20只左右的鸡。我们修建了鸡舍，我爸爸投入资金，并把资金借给我修建鸡舍，布置线路来买鸡。然后我的理论就是鸡会下蛋，我把鸡蛋卖给邻居，然后把钱还给爸爸，还可以为自己赚一些钱，这就是我的企业。因此，我的愿景就是成为安大略省(Ontario)金斯顿 (Kingston)的养鸡王。

是的，你知道农业是个困难的业务。首先，鸡蛋容易碎，因此我不得不更换饲料。接着狐狸来了，吃掉了落单的鸡。这对生产非常不利。随后冬天来了，鸡蛋在我回家前就冻了。最后，由于存放在我冰箱里的鸡蛋质量不好，有时候妈妈没有告诉我就把它们扔了。我的养鸡业务马上破产了。我们最后把这些鸡卖给了路边的农场主，他把这些鸡给杀了。从那以后，我决定不再从事任何农业生产了，选择股票似乎比照顾鸡要好很多，因此我决定向投资行业发展。

你曾经看到一家企业度过了困难时期，因此你很熟悉这一企业。

至于清算价值，我很熟悉。

你会面临价值陷阱(value trap)，是吗？

是的。

即使以非常便宜的价格，你也不会买你的企业？

不，这不是一家好的企业，但是我认为就像我早期买的股票，像任何其他人一样，我试图明确如何做这件事。我看了技术分析类的书籍，努力思考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长型投资者的投资方法。在一个阶段，我买了一些瓦代尔(Wardair)和国际流行连锁(Pop Shoppes International)的股票，我认为瓦代尔赚了一些钱，而国际流行连锁接近盈亏平衡。在这一领域，我倾向于学习巴菲特和本·格雷厄姆，我认为"好，这很有意义，这对我来说不只是一个有意义的框架"。

你的性格在很多时候与你如何投资有很大的关系。一些成长型投资者则不是这样，他们很骄傲。你看到某个人后说，"他将成为成长型投资者"。看到其他人则说，"他将成为价值投资者"，因为价值投资者似乎在他们的生活中更加保守，他们温文尔雅。

是的。我猜是这样的，这意味着如果你想举行聚会，就去找成长型投资者。我认为你说得对。

也许是这样。但是没有一个成长型投资者像您这样有趣，你甚至不知道这一点。现在告诉我，你从彼得身上汲取了哪些教训?

好的。最大的两个教训是，当你对自己的判断——如果你是对的——有足够的自信，不要担心其他人会怎么想。其次是员工做出与你同样的判断通常要花费更长的时间。这是我此时能够想到的两个教训。

你平均持有股票的时间很长，对吗?

是的。我们持有股票的时间很长，只是因为它们需要很长的时间成长。如果成长太快，我喜欢高换手率，马上卖出它们，但是它们确实需要很长的时间成长。

这里有一张海报，你已经挂在这里很久了?

哦，是的。

它是怎样影响你的?

很多人进入这行业想做一些事情。他们喜欢积极进取，我认为这多少源自我们今天的这个行业——就像 Xbox[1] 对激素的影响意义，是吗? 你能够进入你面前的这个游戏，你看到灯在闪，你能够按一个按钮买入，并按另外一个按钮卖出。有很多让你兴奋的东西。因此对于我来说，有点像经营一个完全不同的系列。我用辛普森一家的海报(美国电视动画)来使我看

[1] 微软开发、销售的家用游戏主机。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来更具活力，因为我的办公室中没有这么多让人兴奋的事。我可以进入卧室睡觉，而不用担心我因为投资组合决策而少赚了100万美元。因此，我姐姐把这张海报贴了起来，海报上说，“有时候我坐着沉思，有时候我只是静静地坐着(什么都不去思考)”。这句话在某种程度上总结了我在办公室一天的生活。

换句话说，如果没有值得买入的股票，什么也不买，不去花钱。

不投资(买股票)，是这样的。

一位有史以来最优秀的对冲基金经理乔治・索罗斯(George Soros)，宏观投资集大成者，也这么说过。他说，“我坐在那里……不做任何事……直到我看到拐角处有一大堆钱，我就会去捡起来，装进自己的口袋”。他随后说，“我有较长的一段时间会坐着，不做任何事，直到发现另外一大堆钱”。有趣的是，你和他有着完全不同的投资哲学，但他确实和你说了同样的话。

是的，二者有点类似……

你感觉没有必要一直忙碌。

是的，巴菲特说过，对于投掷来的球，没有必要每次都挥棒。这有点像价值投资。当然，一般来说，也许在两次完全的恐慌之间的投资真的很无聊。很多时候无所事事，突然间出现了一些值得投资的时刻。你需要确保在无聊的时候，做好关键时刻可以马上行动的预案。但是你不必要每一分钟都这样做。我认为这是我学到的最重要的东西。

你认为多数人有能力表现出像你这样的耐心吗？当然看起来这是不可能的，因为你不得不变得极有耐心。你在股票价格上涨前持有其数年，随后它们会在接下来的3个月内上涨50%。

有一些挑战是有帮助的，因此随着时间的流逝，我仍然思维旺盛。我觉得如果你对自己的所作所为很有自信，你会看到随着时间的流逝而积累起来的价值，随后你根本不介意等待。这做起来比你想的要容易得多。重要的是不要被绿色的田野分散了自己的精力，因为每次你路过那里的时候，那里总有一些看起来更有趣的东西。这有点像男女之间的相处，与节食类似，如果你在节食，最好别去看菜单，除非你决定不再节食。至少对我来说，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资也是这样。看看所有其他的股票看起来很有趣,但实际上对买卖决策来说,你不得不非常小心,因为在我们这一行中唯一可以控制的就是买入和卖出的时机,这是我唯一能做的,我无法控制股票价格上涨或下跌。

弗兰克·默施说他唯一能够做得更好的是更有耐心。他说他持有加拿大自然资源(Canadian Natural Resources)整个公司股票的 30%,买入价是每股 0.10 美元。他说他持有这样的股票已经不耐烦了,要卖掉它。他说,"你会想到这样的情形吗?"

我一度持有丹尼森矿业公司(Denison Mines)10%的股份。它上涨了一点,我想,"哇！哎呀,我买入它明智吗?"因此我想以 0.15 美元或任何其他价格卖掉它。同样有趣的是,这样的想法经常消磨你的意志,因为持有投资组合中的某只股票是因为你觉得它便宜,但是你不期望今年会从价格波动中获得任何收益……突然其价格开始上涨了。因此,这样的情形是非常有趣的。年初时,你从来不准确地知道收益在哪里,至少我是这样。

在你评估股票时,哪三个指标是你最看重的?

实际上有 3～6 个,多数人在我提及这些指标的时候,都会觉得我很傻,但我还是要说。第一是,"其交易价格是低于其价值的一半吗",你知道每个人都会这么说。因此你得明白你认为这个公司的价值是多少,我们用一个有四步的程序来评估公司的价值。我们看清算价值。我们也看拆卖价值(break up value)。在私人市场上买家会为它付多少钱?我们也看如果事情像我们设想的方向发展会发生什么。我努力为此建立期限为三年的模型。我不试图建立较长的期限的模型,但是努力构建几年的模型,"这是我所想的,企业将会怎样发展,如果其发展符合我的预期,这在接下来的三年将会对企业有什么影响?"在现金为王时会发生什么?并不是特别担心收益,而是担心这段时间内企业的现金会发生什么变化?第四个因素是折现现金流,但是在你考虑更长期间的时候,你会考虑很多的事情。我真的担心,不能让 Excel 表格主宰我。事实上,我更喜欢这样的分析,即你能用铅笔和几张纸分析非常详细的几张报表。这是首要的事情。其交易价格是否低于你的心理价值?

第二是,"估计价值的波动如何?"想想"三只小猪"(The Three Little

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Pigs)的故事。如果你使用茅草屋的例子来说明起初遇到的困难,狼第一次在周围徘徊,茅草屋会被风吹倒。随后,也许与北电网络(Nortel)有得一比。北电网络当时的股价是 100 美元,一阵风吹过后,公司基本上就散架了,其估值非常高。因此这就是茅草屋。我有点像三只小猪一样寻找砖瓦房,我的意思是,你感觉有强大的基础而买入某只股票。因为我是一名价值投资者,你的砖瓦房看起来不像是美丽的马斯科卡湖(Lake Muskoka)或西温哥华景观房。屋顶也许破坏了,窗户没有了,需要粉刷和装修一下,但是房子的"骨架"是好的,这些信息给予你坚实的投资基础。

我们很多年前就持有太阳莱普有限公司(Sun-Rype)的股票,即便该公司几年没有带给我们任何回报,我依然对其现在的状况感到满意,其在市场上的地位有内在的价值,无论如何我的投资是可以获得回报的。因此,这就是我所说的坚实的基础。回到第一步,即"其交易价格是否低于价值?"距离评估价值的波动有多大?你想要的波动是向上的波动而不是向下的波动。

第三是确定管理层对自己有利还是不利。基本上说,管理层和董事会是否和你同舟共济?有很多次,董事会帮助我们脱离了困境。

还有半步,就像我称呼的三步半,是努力寻找卖方不关心价格的情形。我的意思是说,当你买入一只股票时,如果卖方在认真地思考是否应该卖出时,此时就面临着艰难的决定,因为你基本上是在赌买方是错误的。我喜欢人们只想卖出的情形,这一情形也确实发生了。这有几方面的原因。第一个原因是人们不想卷入该领域,这意味着确实有坏消息。这一坏消息来自某只股票或某一行业。例如,最近这些天的报纸。人们不想涉及报纸类股票,因此他们卖出这些股票。这会导致报纸类股票估值降低。第二个原因是存在某些约束阻止他们买入股票。以债券为例,因为也对持有债券很苦恼,我会问是否该公司已经提交了破产申请,然后你就会找到一些想出售债券的人,因为他们不想在自己的投资组合中持有该公司的股票或债券。第三个原因,也是我使用最多的,是公司事件。例如,分拆、发行股票或类似的其他事件。例如,我们持有堡垒广播公司(Citadel Broadcasting)——美国第三大广播公司——的一些股票。该公司目前面临着两大困境:其一,人们不喜欢广播,因此他们对广播不是非常有兴趣。其二,以前就有,但主要是有较大的流通股,或从去年 6 月开始从迪士尼(Disney)手中收购美国广播公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司(ABC Radio)而发行的大量流通股。他们收购美国广播公司时给予迪士尼的是堡垒公司的股票，迪士尼随后又把这些股票分拆给了迪士尼的股东。因此，大致上说，如果你持有迪士尼 5 000 美元的股票，今天你持有大约 40 美元的堡垒公司的股票。我会卖出堡垒公司的股票，因为迪士尼是我想买入的公司。这就是我所说的分拆的意思，一些人只是想不计价格地处理掉股票，这是我喜欢涉足的时候。

这与几年前泰勒斯(TELUS)债券面临的情形相同。

泰勒斯就是这一情形。实际上我最终没有买入该债券，因此我错过了这一机会，但是我当时确实在关注它。

泰勒斯债券当时的价格下降到 1 美元只卖 0.50 美元的水平。

是的。

你什么时候接管康迪尔公司？是否就是你所说的正当其时呢？

当时，我生活在安大略(Ontario)。我回到温哥华与彼得一起为价值基金(Value Fund)工作。我当时收购了康迪尔资本有限合伙制公司(Cundill Capital Limited Partnership)，并变更了公司的名称。

彼得当时自己有很多资金。他仍然有很多钱吗？

不是的，彼得对我非常慷慨，不仅几年前允许我成立自己的公司，而且过去 8 年以来一直是康迪尔资本有限合伙的大股东，或者是信托基金过去 12 年来的大股东。他持有我的管理公司部分股票很多年，但当他把自己的公司出售给麦肯齐氏(Mackenzie)时，后者存在竞业禁止(non-compete)，因此我收购了他手中的股票。以典型的彼得方式，他以慷慨的条件把股票卖给了我。

我发现彼得·康迪尔，价值投资教父之一，把自己的净资产委托给你，让人难以置信。他显然必须对你为他所做的有很大的信心。

也许他也有很多钱。[笑了]他说，“当然多给他一些钱我也能承担得起”。

信托基金和其他基金有什么区别？

是的，信托基金现在是公司。

好的。这些基金还是一样吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的。在投资方面，我经常相信简单。例如，如果你雇用一名工商管理硕士(MBA)或特许会计师，甚或街上的一名行人，说，“你能告诉我购买一只股票的10个原因吗?”找到10个原因很容易。难的是回答这样的问题，“你能告诉我购买股票应该考虑的三个最关键的因素吗?”这个答案要难得多，因此它与估值是一样的。实际上非常容易让人感到舒服的是使用大的Excel模型，因为你感觉自己很积极，你拥有所有这些数据，你搜集所有这些数据，感觉很好。非常难的是坐在那里，手头拿一支铅笔，说“我真正想写什么？确定如何对这家公司进行估值”。我的企业也一样——我试图使一切都变得简单。我们尽可能地把一些业务(如估值、保存记录和交割)外包给加拿大皇家银行德克夏(RBC Dexia)。我们努力把所有这些业务都外包，以使我们内部的人员可以集中精力于客户关系和投资。我有两只基金。在某种程度上，我可以把两只基金合并成为一只基金。我很乐意拥有这两只基金，并使一切都变得非常简单。我不想拥有16只不同的基金家族。

我想其中有一只基金更偏向于外国人?

是的。其中一只基金起初是为外国人成立的。最终有很多人拜访我，他们是以投资者的身份来拜访我的，而不是奔着我的品牌而来的，或者他们想投资我的远东亚洲基金(Far East Asian Fund)、我的矿业基金或其他基金。他们拜访我是因为他们喜欢这一事实，我把自己的所有资金都投入到了我们的基金中，他们想成为合作伙伴。因此，拥有两只基金实际上把这个流程搞复杂了，因为不是这么说“我们对外国基金或加拿大基金感兴趣”，而是说，“好的，我不关心这些。提姆投资的是哪只基金?”

很好，很好。

这是把一切结合起来，使我们的公司非常简单以及使我的精力集中在非常简单的事上背后的原因之一。

你在康迪尔公司管理的是哪只基金?

1992年6月到1999年6月，我管理的是康迪尔证券基金(Cundill Security Fund)。随后在1999～2004年我管理的是康迪尔价值基金(Cundill Value Fund)。我与彼得同时管理价值基金，我自己管理证券基金，当时主要是在我居住的安大略进行管理。我在1999年或2000年回到温哥华与彼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得一起管理价值基金。

康迪尔过去几年因为有很大一部分基金投资于日本而声名鹊起。很多人只是没有看到你在日本看到的机会。我认为日本市场一直在下跌，但是你做得非常好。我认为股票一般来说表现要好一些。

康迪尔公司在日本有非常好的研究团队，但是我认为也受到了投资日本的不利影响。即便你从2000年后这段时间来看，这对北美的价值投资者来说是非常好的时期。你投资了很多日本公司的股票，这些公司资产负债表很糟糕，但是估值很高，因此，这些公司的股票只能不断地下跌。你持有的股票的资产负债表不错，估值很低，这样的股票可以筛选出一些，因此这是一个两极市场(two-tiered market)。

你曾经卖空过股票吗？我认为彼得做过。

是的，我们有段时间卖空过指数。我以一种非常典型的方式在2000年买入了股票的看跌期权，并持有到期。我买入了通用电气(GE)、帝国商业银行(CIBC)和其他一些公司的看跌期权，但是这些期权在2000年1月到期了。随后我就没有买入过看跌期权，因为我对亏钱已经很厌倦了，随后在2000年3月市场变得一团糟。因此，这不是一个好的故事，我不能说从中赚了钱，但这是我与卖空的一次亲密接触。

去年在内布拉斯加州的奥马哈(Omaha)，有人问巴菲特关于白银的投资问题。他说，"哦，是的，我持有很多白银，我们买入白银也太早，卖出白银也太早，我们从来没有从投资白银中赚到钱。这就是我们经常做的，就是这样"。因此，他对查理·芒格说，"你想对投资白银说些什么呢?"查理说，"那只是掩盖了我们投资商品的专长"。你现在管理的这些基金与你在康迪尔管理的基金有什么区别吗？我认为其中一个区别是规模。我认为，一般来说规模较小是有帮助的。

当我1991年与彼得一起共事的时候，价值基金持有400只股票。当我在1999年或2000年再次管理价值基金的时候，我想让持有的股票数压缩到150、100、125只，随后我们把持有的股票数量压缩到了30只左右。我想我的倾向是持有比一般的传统的价值投资经理更集中的组合。我认为本·格雷厄姆当然持有大量的股票，那是使用了崔蒂(Tweedy)的投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邓普顿也持有很多股票。

我说过了，这就是区别。我做的第二件事是有时针对持有的股票，会加入其董事会。这是我与康迪尔的不同之处。最后，我不介意持有小盘股或大盘股，当你管理一只大型的共同基金时，只要你愿意，你不能花费你的时间在小公司身上。

你多次寻找分析师没有跟踪的股票，或分析师根本就没有跟踪过的股票？

分析师不对股票进行跟踪有两种情形。当然，第一个是公司破产，这是必然的……我不想对其进行讽刺，但是你能看到一些规律，股票的价格是 20 美元，经纪人会将其目标价位定在 30 美元。股票价格下跌到 10 美元时，经纪人会继续持有，随后股票价格下跌到 5 美元，经纪人会卖出股票。当股票价格下跌到 4 美元时，分析师会突然不再跟踪这只股票。我曾经说过，这就是我们投资的一些股票的一些不寻常的价格走势。随着时间的流逝，分析师会突然回来，这些股票再次被跟踪。这个例子有点像堡垒广播公司，该公司市值一度达到 10 亿美元，但是现在其市值也许为 3 亿或 4 亿美元。由于去年发生的所有变化，分析师跟踪的股票数量非常小，这当然对我们而言是有利的。

对的。这创造了(市场)无效。

是的，这创造了(市场)无效。因此我同意你的说法。我们非常乐意投资 15 美元左右的没有被跟踪的股票。

我认为价值型投资者认为市场在短期内是非常没有效率的，但是你会认可这样的事实，即市场从长期来看是有效的，或你从来没有实现自己想象中的价值。这是真的吗？

是的，当然。我曾开玩笑说有两类投资者。接近生活的人会说，“我比其他任何人都聪明，因为我能够搞清楚”。这是我对这类人的评论。我认为这很伟大。他们认为我能搞清楚股票为什么会便宜，因此上涨的幅度会超过人们意识到的水平。那是非常典型的成长型投资经理，因为他说，“我外甥的最好的朋友的管家也为动态研究公司(Research in Motion，RIM)[1]的

[1] 黑莓手机的制造商。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CEO 工作。他们告诉我单位交易量在增加，因此我认为我有内部优势，我想买入那只股票”。他们的分析再一次建立在这样的事实基础上，即他们认为自己知道了一些市场不知道的事实，或他们认为市场的估值是错误的。

就价值投资而言，我认为价值型投资经理比成长型投资经理要笨很多，但是至少他们知道自己比较笨。当我买入一只股票时，我认为不是所有美妙的事情都会出错。我只是努力想所有出错的事情以及这些错误的实际后果有多严重，因此意味着很多的投资机会。首先，因为如果市场认为事情比实际要严重，随后你会获得溢价，也就是说，因为事情没有他们想的那么糟糕。其次，股票反转需要花费的时间通常会比较长，这也是你持有期要更长一些的原因。

你持有的很多股票都是非常缺乏流动性的，但是你持有公司的很大一部分股票。当这些股票每天只交易 500 股时，你怎样通过买卖来获得必要的流动性？

这是经常发生的事实，你看到一只股票，你说，“我喜欢这个想法”，我努力使我的头寸保持在 5%～10%之间。假定我将头寸的 5%买入一只股票。经纪人说，“提姆，这需要我们清理一次投资组合。这家伙持有 100 万股，他不能为这个缺乏流动性的股票获得报价，这是一个坏消息。你感兴趣吗？”因此，我会终止买入一些这样的股票，我会想，“好吧，我们买入了一些缺乏流动性的股票，但是会有一个好故事”。股票的价格随即会下跌 1/3，你瞧，如果经纪人不打电话过来，说“实际上，这不是清理投资组合，还有额外的 100 万股。你感兴趣吗？”我最后会说，“是的”。随后，随着时间的流逝，我最终会持有该股——不是所有时间都在交易——相对较大的头寸。形势通常会有一些变化，要么是有并购，要么成为分析师研究的对象，我们就能够卖出这只股票。

因此你获得了流动性？

因此我们以那样的方式获得流动性。你不得不再仔细一些，我很多时候为此感到内疚。当某些股票获得了流动性时，这通常是因为发生了好的事情。随后说起来就简单了，“噢，也许我应该再持有一段时间，因为也许我太悲观了”。当你看到开始获得流动性后，我马上意识到，我在没有希望的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候做出了轻松的决策,随后获得了希望。进入公司并试图为该公司希望值多少钱进行估值的人还有一件更加艰苦的工作,我最好卖掉这些股票,拿了自己的钱,并去找另外一个无助的情形。

我不知道你是否读过下面这段材料,但是我发现这段材料很有趣。本杰明·格雷厄姆在崔蒂·布朗(Tweedy Browne)楼下建立了自己的办公室。他们是经纪人,他们累积了没有人要的股票,因此他买了这些股票。崔蒂·布朗看着他说,“好的,他实际上在这些没价值的股票——我们处理给他的股票——上表现非常好”。因此,他们自己成立价值投资管理公司。很多伟大的选股人都有分析师团队在为他们工作。我曾经到过你在温哥华的办公室,除了笔记本电脑,那里别无他物。当你没有一大群人为你工作的时候,你是怎么找到想法的?

首先,我在康迪尔公司有一个优秀的团队合作,毫无疑问,他们中很多人比我聪明。投资企业重要的是有人承担最后责任,因此这个人有责任对基金或投资组合负责。当有很多人为你工作的时候,你可以花费很多时间来详细讨论应该做什么、不应该做什么。这是非常有帮助的,但是也会在很大程度上分散你的注意力。我自己涉足很多复杂的情形,因此我对自己如何处理这些情形感到非常满意。有一个完美的董事会非常好。

有点像索尼和谢尔(Sony and Cher)唱的歌。

嗯,“我已经是你的了”。是的,在我的基金里,我的名字贴在门上——我已经是你的了,也就是说——不幸的是,我是唯一的一个。我与另外一个家伙一起工作,他帮助我选择进入组合的一些股票以及构建投资组合。我们都有这方面的一些经验。我认为有人为你工作,帮助你产生想法将会使你完成更多的工作。唯一的问题是,这在多大程度上会分散对决策制定过程中的注意力。

彼得·普切蒂(Peter Puccetti)告诉我,他有一个好朋友,只是看彼得买什么股票。他说,“我只看你买什么股票,两年后我会买你买的这只股票”。当你遇到麻烦事后,这样的新闻是否通常会变得更糟?这不就像要抓住一把正在下落的刀那么难吗?

是的,每次我想买入一只股票,我就确信其会在我买入后下跌 1/3。每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次我买了股票后,我非常自信它不会下跌 1/3。因此,对你的问题的回答是"是的"。价值投资最简单的解释就是,如果你认为一家公司的价值是 5,而你买它用了 3,你就有安全边际。如果该股票价格跌到了 2,你仍然认为公司价值为 5,这实际上是一笔好的交易。你有很大的安全边际。不像那些成长型投资经理,股票开始下跌的那一秒,他们就在担心这暗示他们错过了估值方面的一些重要信息,最聪明的就是卖出。通常来说,对于一只有价值的股票,如果你相信自己的分析是正确的,股票开始下跌实际上是追加额外资金投资的机遇。因此,普遍的下跌是生活的另外一个方面,我认为也许最能检验你的判断的是,如果股票下跌了一半,你是否有兴趣买入更多? 如果你从开始时就说"是",你可以成功,我认为说"是"遵守了很多投资者的纪律,当然是价值投资者。

你说自己曾经倾向于持有廉价股——每个人都认为便宜的股票。我认为你的想法是去除"但是"。

是的,和你的想法一样。要不是我不能适当地击球,我会成为一名伟大的高尔夫球手。因此"但是"是生活中一件非常重要的事。我喜欢法比奥(Fabio),但是我超重 30 磅,而且是光头。因此,"但是"是一个很伟大的词,当然对投资来说也是一个伟大的词。因此人们会说,"你持有某些股票……"让我们再次以堡垒公司为例吧,因为我们之前谈论过它,"……但是在他们执行自己的计划前将要花费几年的时间,但是在广播细分市场,还有很多的广播公司"。你只要看看"但是"后面的情形,就会说,"这真的对我很重要吗? 花费几年的时间真的很重要吗?"不重要。我认为作为投资者要做的事中有一件是用时间换价格。公司处于广播业重要吗? 不重要,因为我认为我买入的价格是非常有吸引力的。因此,我们努力在投资中去除"但是"。这听起来像一个尴尬的笑话,但我们就是这么做的。

对的。

我认为另外一个与之相关的问题是,人们经常将不确定性与风险混淆了。我可以毫无疑问地说,我自己买入的所有股票都有不确定性,我所说的不确定性是指,我不知道这些股票在接下来的一个季度、半年,甚至下一年将会发生什么样的变化。但是我所说的风险是:在目前的头寸的情况下,我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们实际上有多大的机会要亏损？无论其是否在股票市场上上涨和下跌，无论我是否知道接下来的一个季度将会发生什么，这对我来说都不是风险。正如我所说的：风险是资本永远损失的几率有多大？因此当有人看到一只股票，说"我不确定其未来走势如何"，我认为他说的是对的。

如果你错误判断了某只成长型股票，并持有这样的股票，你将会永远亏损。如果你错误判断了一只价值型股票，而不是处于价值陷阱的股票，你通常不会一直亏损？

是的，让我们面对它吧，价值组合看起来很丑陋。我认为最好的例子是，我记得我曾经带孩子们去斯坦利公园(Stanley Park)，当时它有一个企鹅表演。当你刚进入表演的区域，也许只有100码的距离，你看到企鹅在表演，所有的企鹅都在击水、在跳舞，你会说，"哦，这不是很酷？"当你距离企鹅表演只有5英尺的时候，它散发出难闻的恶臭，你会说，"太难受了，让我们离开这里吧"。因此从远处看多么美丽都不重要。我的组合就像这样。从远处看，它是一件美丽的艺术品。走近后，有的人会说，"你持有12件旧衣服"。我想，这就是我谋生的东西。

持有旧衣服？

持有旧衣服。

股票的定性分析有多么重要？你了解管理层吗？这些家伙是诚实的吗？他们准备适当地经营吗？这是你进入公司董事会的原因吗？

好的。让我们努力把这些事情讲清楚。首先，我认为股票的量化数据不会给出买入的原因。我看中的是人员的素质。怎么会做错？怎么会做对？这一团队的激励是什么？经理的激励是什么？我认为这是非常重要的。当然，看到内部人买入股票经常是一件好事。这是众所周知的。尽管有时在危机时刻，会限制内部人购买公司的股票，或者有多种原因使他们不能购买公司的股票。因此，你不得不对内部人购买公司的股票更细心一些。

正如我开始时说的，我看中的是管理层是否与你同舟共济，或者他们在危机时刻的补偿或所有权，在他们处理股东的资金的时候，他们是以股东的最大利益做决策，还是以经理的最大利益做决策？这是我努力思考的重点。这些危机是怎么发生的？它们对公司的破坏程度如何？当管理层遇到危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，他们会怎么做决策？在很多情况下，要特别注意这三点。我去了董事会，但我不是去战斗的。我是爱人，而不是战士，因此我不喜欢做积极的投资者。我不会说，“我准备买入贵公司的股票”，并鼓动其做出某种改变。这不是我们的行事方法。这更像是我们找到了某个角落，我会卷入，因为我不得不这么做。在上面所有的情况下，我再次说，我能确定地说，我从没有遇到过一位不诚实的、没有最大的善意的董事会成员，但是作为公司的股东，你不得不努力评估他们的意图是否真的符合你的利益。例如，有的人也许做出了收购的决策，因为他们相信这总体上来说将会使公司更加强大，但是以每股来衡量，则不是这样。这种情形的最好的例子是石油和天然气股票。当石油和天然气价格处于高位的时候，他们也许会想买入更多的储备资产，因为这会使公司更加强大。如果你以每股来衡量储备资产，你也许会明白这将会稀释每个股东的权益。因此，这就是我说我在努力确定其动机的原因。

太阳莱普有限公司最大的一个股东是吉姆·帕蒂森集团(Jim Pattison Group)。我觉得它们依然是最大的股东？

是的，我想如果你面临着与亿万富翁和贫民一起投资的机会，也许选择与亿万富翁一起投资要好。

选择亿万富翁。你是这么做的。

当然，我们出售了很大一部分太阳莱普有限公司的头寸给帕蒂森集团。我与帕蒂森集团的迈克·克伦伯格(Mike Korenberg)和唐·塞尔曼(Don Selman)都是该公司董事会的成员。我对他们的诚实和坦率以及如何对待员工的印象非常深刻。他们关注资本的回报。他们关注现金流；你和我认为任何价值投资者应该做的事，他们都从企业的视角在做。我认为这是吉米及其植入该公司的文化的贡献。

每个人对他们如何看待股票的说法是一致的，但是为什么你在过去10年中扣除绩效费前能够每年实现20%的回报，而其他人却做不到呢？是什么造就了这一差别？是因为资金量小，还是因为你看待股票的方法不同呢？

投资中最奇怪的事是当你遇见某人后，他们说“股票将会涨到30美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元”。你不能控制这一部分业务。在我做的地方,你实际上不能控制。有时候,如果你加入了董事会,你可以控制雇员,并进一步施加自己的影响,但无论如何,你不能控制市场上每天的股票价格走势。唯一能够控制的是你购买和出售的时间。对我来说,幸运的是,我实际上涉足的很多无望的股票最终不像人们想的那样无望,这对实现优异的绩效有很大的贡献。不像你在本书中谈论的其他一些投资者,一些人做出了全面的预测,随后发现了适合这一预测的股票。我非常尊敬这样做的人,但这不是我擅长的领域。我实际上在寻找陷入绝境、有下行风险保护的股票,并知道何时会出现机会,这样的机会经常就来了,这比你预期的好很多。

我知道本杰明·格雷厄姆说过,他会明确购买业务简单的企业,只要它的价格最低,而其他人说,“我准备以好的价格购买一家伟大的企业,但是从来没有以令人激动的价格买到一家伟大的企业”。

我努力回避的是实际上非常糟糕的股票,并意识到,当我觉得实际上非常好的企业的价格不错的时候,通常我在怀疑企业的素质,而不是出售企业的人。因此,我努力做的是说价格和现金是重要的,这意味着现金流很重要。我努力远离那些消耗现金的股票。我实际上喜欢的是普通的企业,也就是说,每年的价值都会增加一些,这主要是因为现金流的增加。如果股票价格不变,你将来的安全边际就增加了。这就是我有好运气的原因。例如,拿太阳莱普有限公司来说,我想我们起初买入该股票的价格是 2.1 美元或 2.2 美元,或者其他近似的价格。我们得到了 1.5 美元的红利,并以 11.5 美元的价格出售给了吉米,但是价值在以复利的形式增加。投资太阳莱普有限公司的回报非常非常高,一生中不是有很多太阳莱普有限公司能够带来好结果。

你如何避免价值陷阱?公司实际上被低估了,因为其价格趋于 0!你是否遇到过这样的情形?

嗯,当然。你会一直遇到这样的情形。我不介意在当时有挑战性的时候买入股票,但我不是一个愚蠢的逆向投资者,因为我在没有希望获胜的时候买入股票。例如,如果我去和迈克·泰森(Mike Tyson)打拳击,我不会获胜。因此如果我准备进行战斗——我不想这样做,我想要的是确定能够赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得战斗。企业也一样，如果它在亏钱，现金在减少，其价值在持续降低，你不得不格外小心自己支付的价格。我曾经陷入的价值陷阱类似于这样的情形，在一段时间内净资产的价值维持不变，股票价格也没有变化。对我来说最好的情形是公司的价值在增加的股票。这样的进展在一段时间内是非常缓慢的，因此我的安全边际变得更大了，这使你获得更高的回报。我努力避免购买我觉得将停滞的股票。我在谈论的是基础价值，而不是股票价格，因此我非常关心你在这些情形下支付的价格。

你说你是加拿大唯一一个错过了天然气和矿业板块的整个石油和天然气大牛市的人。

是的。

你的投资组合中配置过资源类股票吗？康迪尔长期持有加拿大自然资源。

你知道，我从来没有在投资组合中配置过资源类股票。

你自己持有过资源类股票吗？你是如何分析资源股票与零售公司的，因为它们完全是不同的企业？

我自己曾经涉足过所有的最热门的板块。我只是有时候，比如说在5年前买入，买得太早，在3年前卖出，卖得太早。我们持有房地产股票、封闭式基金，并在它们变得非常热门的时候出售掉。我认为我们拥有一些石油和天然气信托，我自己持有一些金矿股票和技术类股票，即后来的特克科明科公司（Teck Cominco）。我持有丹尼森矿业公司（Denison Mines）和持有石油钻探公司的股票，我在这些公司让人绝望的时候（即人们感觉它们没有任何希望的时候）买入。随后这些股票上涨到一定程度后，卖出了它们。可以明确地说，我在卖得太早上犯了错误，但这样获得的回报也不错。我之前说过，我努力在事情不像人们想的那样糟糕时做出轻松的决策。我在价格上有（很好的安全边际的）保护，当其上涨到你在考虑将会上涨几倍的价位时，我会让其他人来做这样的决策。用罗斯柴尔德（Rothschild）的话来说，“我买入资产或真实价值，我卖出收益”。这就是我做的工作。我不会试图确定将会涨几倍——这是其他人的工作——或增长率将会是多少。这是艰难的决策，我乐意让其他人来做这样的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，我们大约在5年前持有一家叫作萨省小麦联营(Sask Wheat Pool)的公司很大的头寸。实际上该公司当时陷入让人失望的负债境地，因为有些人担心萨省小麦联营会破产，因此我们买入了一些债券，随后公司摆脱了破产的境地。我们在债券上赚了一些钱后，出售了这些债券。随后萨省小麦联营以5美元的价格发行了认股权证，我们买了很多认股权证，并在之后将其转换为股票。这就是我们如何持有萨省小麦联营很大的头寸，实际上在发行认股权证中接近持有所有认股权证的过程。当时，人们说萨省小麦联营多年来因大草原地区产量不是非常高而经历了多年的困境，因此这家公司将受到全球气候变暖的负面影响。他们在该企业中投入了太多的固定成本。该企业受到了铁路的控制，因为他们所有的运输都是靠铁路来完成的，其结果通常让人失望。如今，随着其股票价格几乎上涨了3倍，还有很多股票在流通，人们组建了农业基金来投资萨省小麦联营——现在叫费特拉(Viterra)——这样的股票，因为他们认为这样的股票的前景是光明的。

毫无疑问，我们在买入股票的时候并没有预测说农业是非常重要的投资领域。我一点也不聪明。只是因为萨省小麦联营很便宜，他们有一些非常聪明的雇员，他们在行业中有非常重要的地位。这是我们买入其股票的原因，当然，我卖出得也太早了。我想，我是在10美元或11美元或类似的价位卖出的。这样做的效果非常好。我们获得了非常高的复合收益率，因为买入的成本很低，这样的操作帮助我实现了这么高的收益率。

像加拿大钾盐公司(Potash)这样的股票过去是价值型股票，但是没有人想过要持有其股票。

确实是这样的。我没有买这只股票，但是我已经注意到它了。

现在只有成长动量型基金经理持有加拿大钾盐公司。当价值型投资经理把他们的股票出售给成长型投资经理后，这些筹码是怎么运转下去的呢？

我们在股票陷入困境后买入，随后当它们有了小幅上涨后，我们把这些股票出售给以合理价格买入的成长型投资经理，他们随后再把这些股票卖给动量投资经理。我不知道后者将会把股票卖给谁，但是他把这些股票卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给了穷人,这些股票随后崩盘,接着是下一个循环。

有点像击鼓传花。

[笑了]是的。在这个行业中年龄大是一件好事。一些我曾经持有的股票现在又被买入了。这也说明你不得不再谨慎一些,你相信不是所有的树都能长成参天大树。

我听一些价值型投资经理说,犯的最大的错误是外推法。他们说,"这在过去5年中已经发生过了,因此如果这样的趋势延续到未来的10年,将会有大的涨幅"。这样的推理似乎从来不会发生。

我也对均值回复很小心。有的人说,"看,它们2年前有30%的涨幅,现在只有5%的涨幅。如果它们再回到30%的涨幅,我就会赚好多钱"。这种想法经常是一厢情愿,我认为你做这样的推理时不得不谨慎。

我的父亲在20世纪60年代初搬到了加利福尼亚。我经常想起这个故事。电视上有一个天气预报员在预报天气,他说话的方式让每个人都觉得他在开玩笑。当时有很多人涌入了加利福尼亚,他说,"现在,我经过计算得出,如果涌入加利福尼亚的人数增加速度持续下去,那么从现在起20年后每个美国人都会生活在加利福尼亚"。每个人都笑了,因为不可能每个人都生活在加利福尼亚。然而,如果你使用外推法,那就是其将呈现出的结果,对吗?

是的。如果你在打扑克的时候,你不知道打牌的人中谁会被骗,那么你就被骗了。在投资行业中也大体类似。如果你四下里看看,不知道谁是傻瓜,可能你就是傻瓜。

在打扑克时,我认为好的牌手将把多数资金压在相对较少的几把牌里。投资股票也一样吗?你是否把自己的多数资金投资在你持有的10只股票中的3只上?

是的。我自己运营的组合非常集中,因此我认同这样的说法,即我经常在某一年中对那些上涨的股票感到惊讶。我认为我还需要努力的是不要下太多的赌注,而是去等待直到出现了你认为很好的机会,随后这样的赌注就会取得相当大的回报。正如我们之前所说的,我认为这样说符合人的本性,"这只股票看起来很有趣,因此我会买一些。那只股票看起来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也很有趣，因此我也会买一些”。你最终会发现自己有100只看起来有趣的股票。我更愿意坐下来等那些看起来真的很有趣的股票，随后以非常大的资金买入。

要么做大，要么回家。

是的。用你所说的扑克的话来说，你一直在等，直到你确实拿到了一副好牌，然后下重注。当然，现在当你这么做的时候，如果你在先前的所有5手牌中都不说话，当第二次你这么做的时候，其他人会弃牌。在投资行业，这样的情形不会发生，因此你这样做，在我们行业中与一群玩牌的人中相比，会获得很大的优势。

为了更深入地了解你的投资哲学，让我们来以个股[如胖人食品公司(Humpty Dumpty Foods)]进行说明。

好的。

那么股票吸引你的是什么？莺迪歌(Indigo)吸引你的是什么？

有好的，有坏的，还有丑陋的方面。我们谈谈太阳莱普有限公司，这明显是一个好的案例。至于坏的案例，在某种程度上是胖人食品公司，我购买了该公司的股票——我不记得确切的购买时间——但购买的时候是其首次公开发行股票时。我认为他们从科特(Cott)公司手中收购了油炸土豆片的私人品牌，因此它会有成长的想象空间。他们认为其股票价格的走势将会很好，我不知道其股票价格是否最高会达到10美元或8美元。随后其股票价格跌到了2美元或3美元，这个时候我开始买入，理由是他们是温尼伯(Winnipeg)东部第二大油炸土豆片生产商，其竞争对手是菲多利公司(Frito Lay)。他们随后与菲多利公司进行了价格战，管理层持有该公司大量的股票。我从购买胖人食品公司的股票经历中汲取了很多教训。我最终通过代理权的争夺进入了董事会，我们替换了管理层，随后关闭了生产线，将公司卖给了老船长食品公司(Old Dutch)，因此最好的结局是挽救了投资损失。

但是我从董事会的就职经历中了解了很多业务方面的知识，正如我在太阳莱普有限公司和造雨人公司(Rainmaker)所做的那样。我认为这方面的经历使我成为一个更好的投资者。你思考的事情是竞争形势、现金流和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务模式。太阳莱普有限公司和胖人食品公司是两种完全不同的模式，而造雨人公司关注的也许是以牺牲利润和现金流来做大规模。这又回到了我们起初的讨论。即便在我自己的企业中，我只是努力使事情简单。积极的行动不等于成功或盈利。我认为太阳莱普有限公司和胖人食品公司在这方面出了一些问题。但是太阳莱普有限公司非常成功地解决了这个问题，胖人食品公司，正如我所说的，最好的结局是挽救了投资损失。

有些人批评日本公司。认为日本公司对股东不友好，他们实际上没有赚很多钱。

噢，当然。当我考察一家公司时，总是有很多伟人经营着很好的公司。这并不意味着你不得不买入它们。这是成为价值投资者最重要的方面。我能够从动态研究公司(RIMs)——其生产像黑莓(BlackBerry)这样的产品——获益，尽管我实际上并没有买入其产品。这和我有很多的联系。在这样的形势下，我没有必要把我的资金用于投资。我在等待好的机会。当我真的认为自己在投资的价格上有优势时，我就开始买入。

我经常发现当某只股票成为指数的成分股后，它已经有了很大的涨幅，因此指数也是基于动量运动的。微软公司(Microsoft)和英特尔公司(Intel)2000年进入指数，当时其价格正好处于最高点。

是的，我认为公允地说，因为我是价值投资者，我并不考察指数最终的变动情况。这不是因为我在考虑我投资组合的权重股，而是因为非常简单的道理，我在考察被剔除出指数的股票，需要再次声明一下，因为我喜欢在卖方不关心价格的情形下投资的想法。你在某公司被剔除出指数后买入了一定数量的股票，这也许是有趣的，但这实际上不是一个搜集好的值得投资的股票的来源。但是谁会知道结果呢？也许明天该股票就会上涨。

如果你回过头来看过去的10年——去年对价值投资者来说是艰难的一年——你仍然创造了20%的收益率(扣除提取绩效费前)，给投资者的净收益率是16%，正好是最高水平。你创造了高额的回报，并一如既往维持非常高的现金头寸。我觉得你在1997年末持有59%的现金。你最近持有的现金少了，但是我认为通常你持有的现金在25%～27%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你在持有这么多现金的情况下如何创造了这么高的回报?

这要回到我之前所做的评论:我努力在只有我认为有机会投资时才进行投资,我不关心投资组合与指数的相关程度。如果没有股票值得投资,我非常乐意坐着等待机会。这就是有这么多现金的原因。在我心里,现金不是一种资产类别,而是残值。如果没有任何投资机会,我们就手持现金默默等待。如果有值得投资的股票,而且确实是好股票,我们就会买入。正如我之前说的,当年终的时候,你回头总结时会说,哇,我接近了去年的水平,有时我对业绩次于我的人感到惊讶。我所知道的是,遵守在何时买入的纪律,这就是我们的优势。

回到那些面临财务问题的公司的证券上来。罗文集团(The Loewen Group)债券——你的投资法则起还是没起作用?

是的,起作用了。我喜欢投资面临财务问题的公司的债券。

买入面临财务问题的公司的股票也是一样的,是吗?

股票和债券是资本结构的不同部分。最近没有很多面临财务问题的公司的股票值得投资,尽管我不得不说我们在过去半年中开始再次考察面临财务问题的公司的股票,我们至少有一次非常想买入一些债券。买入面临财务问题的公司的债务的优势具有两面性。有时候你能买到息票,有时则买不到。其次,通常随后还会发生一件事——避免破产的紧急措施重组,或类似的措施——允许投资自然地获得回报。你不能依赖等待企业业绩提高或分析师的关注或清算。面临财务问题的公司通常还有一件事让你面临清算。这是一个值得投资的领域。我们不买入债券,除非其以面值的很大折扣出售,这是我们唯一要进行投资的时候。

你能准确地说出帮助你做得这么好的一个方面吗?

正如我之前所说的,就是在我的日常投资活动中努力仿效辛普森一家。我经常对电视上的一些人感到非常惊奇,当人们问他们关于某只股票的看法时,他们知道每只股票的重要信息。我的大脑中只能储存这么多信息。如果没有值得我关注的,我不会花费大把的时间来考虑投资。如果出现了我感兴趣的股票,我会关注它,如果真的有吸引力,我会买入。因此,我没有感觉自己每天都不得不做出决策,但是重点关注我等待的自认为好的决策,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及做出决策时的自信。

一项研究指出了监狱中的反社会者的投资问题，他们的投资业绩要比普通人好得多。他们没有良心，他们也不关心良心。他们只是不受任何情绪打扰地做出合理的决策。

有时，我的业绩与反社会者和灵长类有一比。因此，如果某天你感觉自己是聪明人，不要担心。你总能找到一些人告诉你你不是聪明人。因此，要谦虚。

为什么你让自己公司的徽章做成蟾蜍坐在王冠旁边的样子呢？

我想我们所有的股票都有自己的问题。我们不得不亲吻很多青蛙以寻找王子，因此我经常想，如果我在这个行业中需要一个投资工具，这个工具也许是 LypSyl[1] 而不是计算器。这就是青蛙出现在徽章中的原因。

在你的心目中是否有一只股票是你取得的最大成功呢？

你的想法经常让我回到最近的一些股票，因此太阳莱普有限公司是我们取得的最大成功。也许我多持有了该股票几年的时间。我应该再早一些的时候卖掉。冰川投资(Glacier Ventures)是加拿大最大的社区报纸出版商之一。我想，我们在 0.70 美元左右的时候第一次买入该股。该公司的管理团队萨姆·格瑞普(Sam Grippo)和乔恩·肯尼迪(Jon Kennedy)，在过去 5 年中在创作价值方面表现得非常出色，股票的价格现在大约是 4 美元。我发现，当我在考察一只股票的时候，我不是在寻找是否有我认为的价值 20%的折扣。我在考虑如果一切按照正常发展，我们等三年、四年或五年的时间，该股票是否可以涨 2 倍、3 倍或 4 倍。幸运的是，我们买入了很多这样的股票，这帮助我们取得了不错的业绩。

你似乎找到了很多低于 5 美元的股票。

在我买入这些股票前，其价格往往不是这样的。

莺迪歌书店(Indigo Books)吸引你的是什么？当时莺迪歌是一只身上长满了跳蚤的狗。

我回到以前关于企鹅的笑话。这自然像你开始想买入股票，仔细考察

〔1〕 瑞典蜂蜡护唇品牌。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个想法的时候。最差劲的股票通常也有一些可圈可点之处。莺迪歌当时收购了查普特(Chapters)[1]，股票实际上已经崩盘了。

希瑟·莱斯曼(Heather Reisman)也卷入其中。

是的，希瑟·莱斯曼组建了莺迪歌，但她是收购查普特的幕后人物，因为查普特的经营遇到了一些困难。他们通过发行股票来进行收购。我只是在翻阅报纸，我看到了这样的新闻，"噢，莺迪歌在发行股票"。正如我之前所说的，我努力寻找将发生(重要)事件的情形。随后，我注意到此次股票发行得到了杰瑞·史华兹(Gerry Schwartz)的支持。现在他是希瑟的丈夫，但他也是加拿大最成功的商人之一。我也有一个合作伙伴，但是我知道如果她认为这将会使其失去控制权，她不会投入资金来做我正在做的事，不会把资金投入到我的基金中。我认为杰瑞也对生活持同样的态度。

你所能够做的就是内部收购，因此这引起了我的兴趣。我拿到了相关的文档，说"莺迪歌有什么让我感兴趣的呢?"首先，该公司在加拿大有重要的地位。很难进入这个领域与之开展竞争。查普特和莺迪歌都是很大的连锁书店，且均开在购物中心和超市，因此其有竞争优势。是值很多钱还是值一点钱，区别就在这里。其次，图书业务与很多零售业务相比能够产生更多的现金流。家具和固定装置不像你预期的那样要花很多钱，因此投资资本的回报实际上是相当高的。图书业务是季节性的。再次，其利润显著地低于世界其他地方的类似公司。这基本上是四个关键的考虑因素。杰瑞投入资金来支持该公司，他们在这个行业中有重要的地位，他们能够产生自由的现金流，存在利润扩张的机遇。从那时起，我对公司说——我努力明确随着时间的流逝该公司的进展情况，该公司的进展确实非常好。

---

[1] 查普特是加拿大最大的连锁书店。它创建于 1995 年，当时由加拿大两家最大的连锁书店科斯书店(Coles)和史密斯书店(SmithBooks)合并而成。科斯书店历史悠久，卡尔·科斯和杰克·克斯兄弟俩于 1940 年在多伦多开办了第一家书店，书店经营良好，很快就向加拿大其他地区扩展，书店除了卖书以外，还策划图书，其中《科斯学生学习指导》丛书是世界知名的名牌，到 20 世纪 90 年代初，科斯的分店已经遍及加拿大各省。史密斯书店于 1950 年在多伦多创办.它原本属于一家英国公司.1989 年被加拿大人收购。1995 年.科斯书店与史密斯书店合并，成立了查普特有限公司，该公司成为加拿大最大的图书零售商。合并之后，科斯书店和史密斯书店仍然保留自己的品牌，查普特书店也如雨后春笋般在加拿大各地兴起。短短几年中，查普特已经成为加拿大家喻户晓的品牌，连续四年(1997、1998、1999、2000 年)被消费者评为加拿大第一品牌。2001 年，查普特又与另一家大型书店莺迪歌合并，成为莺迪歌图书音乐出版集团旗下一员。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你以 4.50 美元的价格买入的?

是的,大体上是在这个价位。其最高价格为 18 美元,现在大约是 12 美元。持有的股票从 4 美元涨到——让我们取上述两个数字的平均数——15 或 16 美元,这对提高业绩是非常有帮助的。

当你持有一只股票时,其买入的成本是否经常低于组合的 10%?

是的,大约在 5%～10%。至于莺迪歌书店,我认为大约占组合的 7% 或 8%,或者大致相同的比例。如果其价格翻番了,这对提高业绩是非常有帮助的;如果其价格没有翻番,这对组合提高业绩来说是痛苦的。这也是我努力只投资我感到自信的股票的原因,因为当你用组合的 5%或 7%来投资某只股票,你就会痛恨在轻易选择股票上犯错误。经常会有股票有出乎意料的表现,让你难以承受,但是你痛恨在没有压力下犯错误,也就是沃伦·巴菲特在分析报告中所说的非受迫性失误(unforced error)[1]。

耐心和错觉之间有差别。对我投资莺迪歌书店来说,最重要的是,我听到了管理层关于利润将会增加的想法以及看到了在利润增加方面取得的一些进展。如果没有上述情形,那么你不得不停止投资,因为其不会成为你想象的那样。我认为这对了解一只股票是重要的。你不得不耐心等待合适的股票,但是,你也不得不意识到你对公司将来的看法,并使之与公司的实际情况进行对比。

你现在管理的资金有多少?

大约 1.6 亿美元。我对自己这个企业的目标很感兴趣:让合作伙伴获得可观的回报,享受与他们的关系,并获得乐趣。尽管我是一名会计,因此正如我先前所说的,不像成长型投资经理。我的目标不是拥有 100 亿美元的基金。我的目标也不是拥有一个基金家族。我的目标是随着时间的流逝获得可观的复合收益率。我把自己的资金都投入了基金中,因此我可以对基金的投资者说,“我与你们同舟共济”。

你大约有多少个投资者?

大约 500 个。

---

〔1〕 网球术语,意指在未受对手压迫下所犯的错误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为你努力像合作伙伴一样对待他们,正如你所说的。几年前你是否做了一些事来搜集他们的照片?

是的。我对他们说,“为什么你不发一张你的照片——你做有趣的事情时拍的照片,而不是护照上的照片——给我们呢?”我们有 500 个投资者,认识他们每一个人是不现实的。这些人分为三类:一些人没有任何反应;一些人把自己做有趣的事情时拍的照片发给了我们;一些人认为我是精神有些问题的怪人,想拿他们的照片贴在我自己浴室的墙上。

如果他们寄给您持有某一产品的照片,你会给他们消费积分吗?

是的,如果他们寄给我的照片中持有我们组合中的某一公司的产品,他们将会得到奖励。当时,我们持有罗文集团——殡仪馆——的债券,因此我实际上不会寻找有人持有该公司产品的照片。我们也持有莫尔森(Molson)的股票,因此如果他们在发来的照片中在喝莫尔森啤酒或吃胖人食品公司的薯条或是拥有太阳莱普有限公司的产品,那就好了。正如我所说的,没有多少人认为我心里有些扭曲。我们实际上最近仍在做这项工作。

你犯的最大的错误是什么?是否有一些错误至今仍萦绕在你的心头,你是否希望最好没有犯过这样的错误?

我犯过很多这样的错误。我经常犯的错误是在很短的时间买入太多的股票。每次我这样做了以后,我就发誓下次不会这样了,随后我又犯了同样的错误。这并不意味着我觉得起初买入的头寸是错的。只是买得太早了,当时认为这次价格不会再降 1/3、1/2 或更多了,随后这些股票往往就降了这么多。因此,最近这些天我想搞清楚这件事,但是我还没有想清楚。

你从自己所犯的最大的错误中汲取了哪些教训?

对的,我希望从错误中汲取教训。

你还没有汲取教训,但是你仍然在努力汲取教训?[笑了]

我认为这已经深深地印在我的脑海里了。另外一个错误是,如果我回顾过去 10 年的投资经历,经常持有股票的时间稍微超过了你认为对价值股票应该持有的时间。你投资了某只股票,你认为持有的时间为 2 年,结果持有的时间为 3 年或 4 年。有时这会花去比你想的还要多的资金,但是有时其上涨的幅度超过了你的想象。我买入莺迪歌的时候,我从来没有想到其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格会涨到18美元。其次是投资于好人——经常使我变得与众不同。对我来说足够幸运的是，了解激励人们来这里的目的。我在这里主要谈论上市股票的行情。这帮助我摆脱了很多困境。我现在想的也许超过我1991年刚开始进入这行时想的。

管理层是关键？

管理层没有那么重要，重要的是董事。我见过拥有世界上最大的遵循手册(compliance manual)的公司，但是我更倾向于带领有常识的董事和价值20万美元的股票成为世界上最好的规则执行者。我认为拥有一些博弈的技巧在董事会真的会取得不同的效果，因为董事会为管理层设置了目标。

我认为有时候你在自己的报告中有一些警告标签(warning labels)。这些警告标签是关于哪些方面的？

你经常说，“昨天取得的成绩并不意味着我明天还会取得同样的成绩”，因此这在投资行业中是很大的一件事。相反，我会说如果你投资某个人，无论他是埃里克·斯珀特、沃伦·巴菲特、乔治·索罗斯(George Soros)，还是其他任何人，你首先想要做的就是理解他们是如何投资的，以及你是否对他们的投资方法感到舒服。随后，不时地检查以确保他们仍在用与他们所说的投资方法相同的方法进行投资。人们会遇到好时光，他们会遇到糟糕的时刻，但是我认为最好的投资者是那些严格受到自己投资方法约束并持之以恒的人。

我认为这也是很多我在本书中采访的投资经理为他们工作的原因，因为他们是自由的思想家。当你为你自己工作的时候，你可以创造性思考。

你所做的是让人们进来后对你说，“你不应该持有这只股票，你不应该持有那只股票”，因此你最终屈从于其他人的压力。在你自己的企业里，你当然要为自己的投资者给出答案，但最终是为自己找答案。我的很多投资者是朋友、家人或我能够有勇气面对的人，这意味着我所做的每一个决策都要对他们负责。我的声誉是我的一切，因此毫无疑问我会犯错误，但是我不会犯任何不利于我的投资者的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦克艾文投资信托(下称“信托”)

1. 通过集中投资卖出价格低于净资产价值的公司获得高度满意的长期业绩。

2. 考虑到加拿大市场的规模,小的投资基金有显著的竞争优势。

3. 投资工具的目标是赚钱,而不是持有股票。这是一个重要的区别,因为这意味着只有出现有利的机会时信托才会投资。

4. 因为很少有值得投资的股票,因此集中投资是有帮助的。

5. 激励性质的费用结构奖励业绩,而不是净资产增长。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

韦恩·迪恩斯

——以合适的价格买入



"我认为多数投资者唯一的最大的弱点是他们的投资期限太短了。"

这是一个沉闷的温哥华早晨，当时我从嘉纳科资本公司(Canaccord Capital)的办公室向只有几个街区的迪恩斯·奈特资本公司(Deans Knight Capital)走去。尽管对我来说很方便，温哥华对很多伟大的投资经理来说不是麦加(Mecca)。然而，自从1993年成立以来年收益率达到23%的韦恩·迪恩斯(Wayne Deans)当然称得上是加拿大最好的投资经理之一。同期利时证券小盘股(Nesbitt Burns Small Cap)指数的回报大约是9%，标准普尔TSX成分指数的回报大约是11%，其业绩完全战胜了指数，这也证明你不必去海湾街(Bay Street)[1]就可以做得很好。

我在与当地一家报纸交谈后，在1997年第一次访问韦恩·迪恩斯。韦恩·迪恩斯当时刚好获得了"年度最佳基金经理"(Fund Manager of the Year)称号。每个人都在谈论他获得的惊人回报。这引发了投资公众对其投资细节的关注。在制定注册退休储蓄计划(Registered Retirement Sav-

---

[1] 海湾街是多伦多的一条重要街道。它曾是多伦多唐人街的所在地，后来逐渐发展成为了多伦多的"华尔街"，世界第六大证券交易所——多伦多证券交易所——便坐落在该街上。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ıngs Plan,RRSP)高峰期间的一次金融论坛上,一家报纸的记者在听说我是投资顾问后,找到了我。他想得到我对当天的主题—— 韦恩·迪恩斯及其超额回报——的看法。

“他是如何实现一年 40%的回报的?”记者问。

我想我的反应让他吃惊不已,但是我乐意这么做。“韦恩是一位伟大的基金经理,但是如果他能够在长期内平均保持每年 15%的回报,他会非常高兴的。”我随即说。

几天后,我接到了韦恩先生打来的电话。我想他会对我的评价不高兴,听到他感谢我努力把投资者的预期拉回到正常水平上来时,我很吃惊。我随后第一次去访问韦恩·迪恩斯,看到一个较小的适中的经营机构,这是成功的基金经理的典型特征。实际上,还有一点乱,因为公司刚决定扩大经营机构,隔壁的房间归其使用。

10 年的时间很快就过去了。当我在交易和分析师的办公室旁边等韦恩时,这里的氛围是平静的。这里没有进行很多压力很大的交易。韦恩在与很多不断涌入其办公室的公司代表进行讨论,听后者讲自己的故事。韦恩·迪恩斯只会选择其中的一小部分人,并受托管理这些客户的资金。另外的线索——我们预定的采访时间是上午 9:00——告诉我这是一家投资公司,而不是一家交易公司。在温哥华,市场在上午 6:30 开盘,因此我们预约的采访时间是在交易日的交易时间。不用说,我对在交易时间见到韦恩感到吃惊。

经营部门的空间基本上是很大的,有交易员、分析师,还有所有的管理人员。办公室的装修很整洁,所有的门都是深黑色的门框,给人一种专业的感觉。会议室装有新世界(New World)以及 16 世纪时很显赫的一些地方的带有美丽边框的地图,另外还有一些韦恩·迪恩斯发起的一系列跑车比赛的图片。我不得不问他有关的问题。

韦恩说自己是“机会主义投资者”而不是“基金经理”,他在蒙特利尔长大,家里没有任何金融背景。他的父亲是码头工人,韦恩决定获取大学学位。但是在“海湾街上找到白领”(white shoes of Bay Street)的工作是另外一回事。在发送了大量的简历后,没有一家公司愿意录取他,他不得不做一些不同的事。在 20 世纪 70 年代初,他去汉密尔顿的麦克马斯特大学(Mc-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Master University)攻读工商管理硕士(MBA),他想也许这会对海湾街工作有帮助。在麦克马斯特大学,他获得了加拿大银行(Bank of Canada)的录用通知。

他在加拿大银行学到了哪些东西,这对其管理资金的方法有什么影响?我确定,这些不是你想知道的。与韦恩聊天不仅让人有很大启发,他还是所有的股票市场超级明星中故事最精彩的人。他富有洞察力和十分有趣的故事引人入胜,尤其是投资 Bre-X 矿业公司(Bre-X Minerals)股票的故事。他当然不符合很多基金经理枯燥、无聊和会计师风格的模式。在一个半小时的采访后,我们对采访内容进行整理,因为韦恩要与传奇的投资者鲍勃·迪斯布鲁(Bob Disbrow)见面。

离开办公室后,我遇到了韦恩的业务伙伴道格·奈特(Doug Knight),他依靠自身的能力成为加拿大最好的高收益债券经理。我想,“将来我不得不回来与奈特进行更多的聊天”。

鲍勃:您在 20 世纪 90 年代中期获得了“年度最佳基金经理”的称号,这是对您将来高回报结束的信号?

韦恩:不是因为获奖或获得认可导致回报下降。导致获得认可的原因导致回报发生了变化。

例如,我猜想我们回过头来看 2000 年以来的回报,我们的年收益率也许在 30%左右。这很简单,因为在六七年前有很多的事件投资机会。这些机会现在没有了。

在 20 年内,资源板块不会有资本支出?

是的,你知道……我们看起来非常可笑……因为那时我们重仓投资一些石油股票。石油是 11 美元每桶。当时,这不会使你看起来非常聪明。但是,你知道,能源板块投资持续不足,有 20 年的时间完全没有投资。石油价格在 1981 年到顶,从那时起到 1999 年,石油的价格在稳步下降,投资也不足。因此就面临着现在的情况。我们已经消耗掉现存的过剩的产能,对生产能力没有进行大量的投资,现在我们面临着供求的不平衡,且这一不平衡很难纠正。

你相信石油顶峰论吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们阅读了所有的相关书籍……哈伯特(Hubbert)的石油顶峰论、迈特·西蒙斯(Matt Simmons)的书《沙漠中的黎明》(*Twilight in the Desert*)。石油顶峰论是非常有戏剧性的。我的意思是说,我不是地质学家,也不是油藏工程师,但石油顶峰论似乎是说石油储备有自己的到顶周期。石油通过压力输出到地面,开采的石油储备越多,储备受到的压力就越小,能够开采到的石油就越少。对我来说,这样的推理听起来是合理的,因为……

因为你已经开始抽水,以便其到达顶部……

当然。你知道,石油到顶后,恢复起来越来越困难。你可以使用技术延长这一过程,但是你不可能永远延长这一过程。现在,我想我们几年前就说我们的石油将用完了,但是我们现在还在使用 20 美元每桶的石油。我们今天在哪里? 人,我真的不懂。我们会在 50 美元每桶的水平上消耗完石油? 我不知道这一问题的答案。我怀疑我们面临着不同的长期石油定价环境。

迈特·西蒙斯说,人们真的不知道每桶石油的价格意味着什么。将其单位降低到品脱后,他会说一品脱 0.18 美元。石油价格处于 60 美元每桶时,石油仍然是世界上最便宜的液体之一——0.18 美元一品脱是非常荒谬的。石油价格处于 120 美元每桶时,一品脱的价格是 0.36 美元。

绝对是这样。从长期来看它比瓶装水还要便宜。

当然,啤酒的价格是 4 美元。

找到新的石油储备的代价非常高——找到新的石油储备和生产的成本越来越高。

您的父母投资股票市场吗? 或者说他们的职业是什么?

没有,我在蒙特利尔长大——我的父亲在蒙特利尔的码头工作。我没有金融背景,也没有特权背景。我在蒙特利尔读的高中,也在那里读的大学——现在名为康考迪亚大学(Concordia),但其以前的名称是乔治威廉爵士大学(Sir George Williams University),并以 B 类学生毕业。在最后的两个夏天,我在皇家银行(Royal Bank)做暑期短工,当时该银行的总部在蒙特利尔。我在很多不同的部门工作,获得了我在银行分支机构中所有做过的工作的经验。因此,当我大学毕业后,我开始寻找类似的全职工作。我开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在蒙特利尔周边地区和安大略东部地区的银行分支机构工作，随后去了总部。他们告诉我如何成为一名计算机程序员，当时他们在对所有的分支机构进行计算机化或开始进行计算机化，以便可以在总部集中处理所有分支机构的银行账户。那只是计算机化的开始。总之，我毕业后在皇家银行工作了一年半的时间。我断定自己真的想进入投资企业，因此我努力进入皇家银行的投资部。但是其他人想的都是同样的事，因此我决定去攻读工商管理硕士。

我在1970年毕业，拿到了麦克马斯特大学的工商管理硕士学位。我必须发放简历，我不知道具体发放了多少份简历，50封或更多的求职信发给了海湾街和蒙特利尔的圣詹姆士街的证券经纪公司，但是我没有找到工作。如果你回过头来看，在20世纪60年代，也许还有70年代初，海湾街和蒙特利尔的圣詹姆士街的投资企业真的是白领工作的企业。你必须认识重要的人，才能在重要的投资公司找到工作。这就是那个时候老关系的影响。我是一个不知道从哪里来的家伙。为什么让人尊敬的阿西—埃姆斯公司(Athey, Aims & Co.)会自找麻烦来雇用我？他们雇用他们生活在森林山(Forest Hill)、威斯蒙(Westmount)的朋友的儿子或类似的人。那是其运作的方式。因此，当我毕业时，我注定会回到皇家银行。

我参加了一个校园面试，面试的公司是加拿大银行。你在商学院学习的是经济学，现在中央银行来学校面试候选人。我去参加了面试，我想原因很简单，你知道的，这是给中央银行工作。因此他们让我去渥太华进行第二轮面试，他们给了我一份工作。因此，我说，“太棒了！”一年1万加元！这是我的起薪，我搬到了渥太华，开始为加拿大银行工作。在当时——35年前，我开始在那里工作——它是一家非常小的机构，与今天一点也不像。每个人彼此都认识，你需要做很多重复的工作。你需要多任务处理技能。

当然。

我开始在证券部(Securities Department)工作。在那里有两个主要部门，一个是研究部(Research Department)——所有的高手在这里工作。那些家伙建立经济学模型。另外一个是证券部，其日常工作人员行使你从教科书中了解到的中央银行的职能。我们买卖国债影响利率；我们设定银行利率；如果自营商当天结束时不能从商业银行系统获得资金，我们为其获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认可的存货进行贴现；我们影响系统中的过剩储备来影响利率。这就是所有的工作。我们是政府的财务代理。我和其他一些家伙在闲暇的时间负责管理银行的养老金计划。

哇，马上？

是的，我们中没有一个人了解我们所做的工作的任何方面。我认为当我开始在那里工作时，我们也许可以获得 3 000 万美元的银行养老金，其中60%是债权，40%是普通股。每次我们想买卖某证券时，我们不得不写出建议书，并去银行的副董事那里，说服其让我们这样做。这非常像米老鼠(Mickey Mouse)的操作，但这就是我的介绍。

当时你为自己投资过任何股票吗？或从什么时候开始你为自己投资股票的？

在大学期间投资过股票，但是我对投资的股票没有任何概念。我投资的股票是报纸的头条，或被炒作的股票。

你还记得自己买的第一只股票吗？

我为自己买的第一只股票——记得要回到 20 世纪 60 年代末——是新普罗维登斯(New Providence)。它是新普罗维登斯岛巴哈马(Bahamas)的房地产开发商。

(这是一家)让人兴奋的企业？

我想这家公司在我买入其股票的两年内就倒闭了。当然，我从投资企业中汲取的教训就是，你从犯错误中学到的要远多于你行事正确时学到的。

对的。

如果我把自己的钱给一些人去投资，这个人可能和我一样老或比我年纪还大。我知道如果他们在这一行中的时间足够长，他们犯了很多错误，他们就会从这些错误中学到很多东西。年轻的人是聪明的，他们只是还没有犯足够多的错误。

为什么从一开始你就搬到了温哥华？很多人住在海湾街。他们认为你在温哥华这里就不在圈子里了。我前几天与这样的一个家伙在聊天，他在谈论安大略柏灵顿的一名基金经理。他说，“我不知道一个人如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何在柏林顿管理基金。我的意思是，待在郊区是不可想象的，你不得不待在多伦多的市区”。

我不这么认为。

确实是这样。

顺便说一下，我来这里的原因是加拿大银行1976年的时候派我到这里。他们过去在这里有一个办公室。我当时是29岁，我的工作是充当中央银行在加拿大西部地区的眼睛和耳朵。你知道，我要经常向他们报告这里发生的一切。不仅要报告资本市场的状况，还报告这部分地区的政治和经济状况。我来到这里后，喜欢上了这里。从那以后，他们在1978年又把我调回了东部。我经常渴望生活在这里，因为我喜欢这里的生活方式。除了下雨，我喜欢这里的气候和地理。在中央银行工作10年后，即1980年，我觉得自己已经受够了。对我来说，决定性的因素是我30岁了，我每年的薪水是3万美元。一些人对我说，这是成功的标杆。如果你能够挣到与年龄相称的工资，你就不得不实现它。我想，“这要超过神了！”生命中还有比这更多的东西，因此当我60岁的时候，我要挣6万美元。是这么回事吗?！随后我不能挣100万美元?

这对你是有利的一面。

这对我是有利的一面。我在10年后离开了中央银行，在那里，我得到了最好的教育。它教会了我中央银行如何运作，这是独一无二的，因为我觉得很多人不知道中央银行如何运作。

那实际上是我的下一个问题。加拿大银行教会你如何投资股票，并对经济形势进行响应?

实际上，它教育我不要这么做，不要响应经济形势。中央银行不是主动的，它们更多的是被动的顺应经济形势。它们的工作是为经济活动创造稳定的环境，并帮助维持这样的环境。例如，如果你看一下中央银行的章程，最重要的是保护货币的购买力。因此，它们所做的是抑制其不喜欢的趋势，努力鼓励其喜欢的趋势。它们实际上不创造任何趋势。我不知道今天这样的判断是否正确，但是当我在那里工作的时候确实是这样，它们有全国最大的投资研究团队——聪明人——在使用它们建立的模型。但是该模型的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测能力不会比任何其他人的更好。

世界上的所有经济学家仍然不能得出同样的结论。就是因为这个原因，对吗？

是的。他们进行预测，但是他们经常是不准确的。其次，对一名投资者来说，知道加拿大经济在未来 12 个月里是增长 3.6%还是 2.6%，真的有那么重要吗？我所学到的是，银行关注的那些事在你进行投资时并不一定是需要了解的重要的事。它告诉我很多关于忽略很多人花费很多精力关注的事。我认为这是重要的——我在中央银行学到的最重要的教训。但是他们送我来这里，我喜欢上了这里，我又回到了这里，我开始为汇达证券(Wood Gundy)工作。

你认为财经媒体的素质怎样？

你知道，报纸的工作是出售新闻。发行量越高，广告费越高，挣的钱就越多，因此媒体必须谨记这一点。报告的质量参差不齐。我认为，一般来说，报纸倾向于炒作，这对普通投资者是不利的。

这也是有报纸要我写文章的时候，我感到高兴的原因。我是业内人士，我认识零售客户，认识基金经理。我实际上很高兴写另类投资方面的文章。

专栏要比一般的日常报道好，对吗？你知道，我一天阅读 3～4 份报纸，因为我对其他人的说法感兴趣。但是，一般来说，我认为他们是在炒作。他们实际上为专业投资者提供了利用公众情绪过度反应的机遇。

这是一个利用机遇的好方法。我经常想，如果你有了 CNBC 及其所有的内容，市场会变得更有效率，对吗？但是它创造了更多的无效。

我认为市场的无效是让人难以置信的。当我在学校上学的时候，就在教有效市场假说，现在的学校还在教，这绝对是在胡说，对吗？如果市场是有效的，你如何解释在 2000 年的时候北电网络估值接近 4 000 亿美元，随后在不到两年的时间，同样的市场说同一家公司的估值是 100 亿美元？如果你问我，这说明市场是非常无效的。

关于这一点，你觉得多数投资者在股票市场做不好的原因是什么？我写过很多关于行为金融学方面的文字，我猜想是情绪摧毁了你，是吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为多数投资者最大的弱点是他们的投资期限太短了。

他们进行长期投资直到能够编制出自己的月度报表！

价值经常不是在一夜之间创造出来的，或者说如果你是价值投资者，价值经常不是在一夜间释放或实现的。我的意思是说，你不得不更有耐心。一些人曾经说——这对我来说绝对是正确的——股票市场是投票机，美丽的姑娘得到了所有的选票。让我们来看最近10年的情况，股票市场成为一台造波机。很多人没有为此做好准备。他们把股票市场看作造波机，买卖股票的时候把其看作投票机，相对于他们的预期来说，他们持有股票的时间太短了。回到报纸上来，当你阅读报纸的标题时，这些标题经常关注短期，"石油价格下跌60美分。"

对的。

但是石油价格的长期趋势是上涨的，因此你准备说些什么呢？

是的，你不得不每天找一个故事。

确实是这样。

我对公司的猜测会更多一些。擅长投资小盘股的人与高收益证券的人如何在一起开办公司？

我们当时在另外一家公司一起合作。我为一个叫米尔顿·王(Milton Wong)的家伙工作。我们被叫作M. K. 王联合公司(M. K. Wong and Associates)。我记得米尔顿是在1992年解雇了我，对吧？

是的。

道格问我准备做什么？我说我准备开办自己的公司。他说，"好啊，我可以与你一起开公司吗？"我说，"当然。"

对你来说，没有比这更好的机会了，对吗？

是的，非常正确。因此在1992年晚些时候，我们的业绩有了爆炸式的增长，并一举成名。这不是因为我投资小盘股。当我在投资的时候，我想要找的是一家没有得到很好了解的企业，并因此有可能会被错误定价。你倾向于在这些小公司发现这样的机会，因为被其他的投资群体关注较少。我们有点投资小盘股的名声，因为我们多数的股票在买入时其市值都低于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100万美元。我们的另外一个投资哲学是如果为人们买入政府债券，是很难增加价值的。

最好详细一些。政府债券共同基金的手续费是1.5%。收益率是3.5%。

当我们公司开张时进行过这样的研究：我们使用公开获得的共同基金的数据以及业绩衡量公司可获得的数据研究了过去30年的情况。我们的研究表明，以10年滚动计算，这30年的时间跨度可以分为几百个时期，每个10年期扣除手续费后的回报率大致等于10年期期初的息票收益率。换句话说，如果你买入政府债券、交易政府债券或管理政府债券，本质上，你所做的不会增加任何价值。你本质上是在赚息票的收益率，这就是管理政府债券基金的意义，是吗？为了能够获得超过息票的收益率，你应该预测利率的短期变化，买卖债券来获得资本利得，以增加息票的价值。因此我们说，"不错，由于我们的客户需要稳定的收入流，为什么我们不尝试用不同的方法来管理债券呢？"我们进入了公司债券市场——尤其是那些定价不充分或错误定价的公司债券。这使我们进入了高收益债券市场。

高收益债券型基金的经理像股票型基金的经理，因为你不得不做同样的分析。

做的分析工作是一样的。因此，这也是我们不是两个不同的群体而是一家的原因。无论我们是买入我们认为定价错误的债券还是定价错误的企业所有权，我们的分析方法是一样的。

还有这样的印象，即高收益债券是垃圾债券。风险很高。我的意思是，你可以在市场上买入哈得逊海湾公司(Hudson's Bay)的股票而不是其债券。

这是养老基金的关注者创造的市场无效。他们为养老基金编写了政策指南，他们阻止养老基金买入公司的债券，但是允许它们买入公司的股票。这对我来说没有任何意义。

一位高收益债券交易员说，当他为财政部工作的时候，他经常给上面这些养老基金打电话说，"我看到你们的投资组合中持有罗杰斯通信公司(Rogers Communications)的股票，该公司债券的收益率是9%。"他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们说，“不，我们不买。我们不想投资高收益债券。”但是他说，“但是你们在投资组合中持有该公司的股票?! 买入债券获取9%的收益风险很小，因为买入的是债券。”“啊，不，我们不买入高收益债券。”因此，显然，正如你所说的，这创造了市场无效。

我们去了罗杰斯养老基金计划，说了此事。你自己拥有的养老金计划不能买入自己的债券?! 然而，你想让其他的养老金计划买入你的债券?

关于这一点，我看到你的公司大约1/3是养老金/机构，大约42%是共同基金，大约25%是私人客户。

也许私人客户现在要多一些。我们的收入超过一半来自私人客户。这是我们公司的强项。也就是客户基础完全适合我们的投资方式。我们有养老金的业务，我们很长一段时间有这方面的业务。

让我们谈谈业绩和你的投资纪律与风格。在过去10年中，你取得的业绩超过了利时证券小盘股指数的2倍。

这是使用西北基金(Northwest Fund)作为业绩标准?

嗯，是迪恩斯·奈特股票型基金(Deans Knight Equity)。

对，是股票型基金。

在过去10年中，有好的时候，也有糟糕的时候。你对自己的业绩满意吗? 你自己犯的最大的错误是什么?

绝对满意。你知道，当我们公司开业时，人们问我们，“你努力达到什么样的回报率?”对这个问题的诚实回答是，我们不知道。我们不知道市场在那个时点会给我们提供什么样的机会。但是我们说，如果10年过去了，我们回过头来看我们公司的历史，我们公司每年的收益率是10%，我认为我们对这一点感到满意。因此这就是我们的目标。实践证明，12年、13年或14年过去了，我们仍在业内，我们每年的收益率是20%，因此这已经是我们认为可以做到的2倍了。这是因为有非同寻常的时机。但是当我们开始营业时，矿业市场是非常好的，不是吗? 我们投资了该市场的股票，但是在某种程度上没有人们想的那么多。

我猜想在1994年矿业股票中获得的第一个大的胜利是买入钻石天地资源(Diamond Fields Resources)。这使我受益匪浅。首先，它教会我市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优势会由于完全错误的原因忽略重要的信息。钻石天地的关键是由罗伯特·弗兰特(Robert Friedland)经营。罗伯特·弗兰特此前因为在美国采矿获得了一些负面影响。他们认为他声名狼藉,他污染了环境,他只是有一个坏名声。他个人是否诚实是不同的问题。但是由于他的名声,人们拒绝看钻石天地公司发布的信息。我认识一些人,他们对采矿企业的了解要超过我,他们说服我们认真看该公司发布的信息。这对我们来说就像不知道是谁的矿藏一样。因此忘记谁拥有矿藏,只要集中注意力在矿藏上,你做出了正确的决策。矿藏有巨大的价值,只会变得更大。你瞧,英科公司(Inco)买入该公司后赚了很多钱,每个人都赚了很多钱,包括我们。

在那个时候,我们也在很多其他年轻公司上被骗了,我们确实在其中一些公司赚了不少钱。当我们真的赚了不少钱时,是因为经营这些年轻公司的人实际上发现了商业上可行的矿藏——实际上成为可以开采的矿藏。这个是关键,对吗?我的意思是,在年轻矿业、年轻石油和天然气企业中,有很多是没有价值的。有很多的推销人员——在好时候有很多人抛出矿藏,并把这些矿藏出售给投资者,实际上这些所谓的矿藏从来不会变成矿,至少在商业上不可行。

对的。

因此,我们按照这样的方法犯了不少错误,但是我们也取得了一些不小的成功,你知道。国际穆斯托勘探有限公司(International Musto Explorations)如今是世界上最大的铜矿之一。凯瑟琳·麦丽欧德阿雷基帕资源公司(Catherine McLeod's Arequipa Resources)被巴里克黄金公司(Barrick)收购,该公司如今仍在生产矿石。因此,如果你准备投资矿业企业,你要学着千挑万选,这非常有选择性。这完全是资产的质量和人的素质的问题。我们今天看到的一些企业,甚至我们投资的一些企业,从来不会成为商业上可行的矿产商,你会亏钱。如果你在阿雷基帕资源公司、国际穆斯托勘探有限公司和钻石天地资源上赚的钱足够多,就可以弥补我们在这一时期的很多错误。

经常是这样的:你选择的少数股票贡献了大部分利润。

确实如此。但是我们在做其他的事。人们认为我们只是矿业专家。我们当然不是。我们不是矿业专家,但是我们在矿业公司赚了一些钱。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪90年代初投资了很多不同的公司，而且业绩都不错。

你认为自己是价值型投资者还是成长型投资者？

是的，我认为多数成功的投资者是这样或那样的价值型投资者。价值是一个非常广泛的词语。康迪尔是一个极端，还有其他的极端。我猜想我们处于中间位置。但是你经常努力购买今天低于你认为的价值的股票，或将来有一些增加值的股票。当选择资源型公司的时候，这变得有点困难，是吧？基本上，有一件事是对的：当资源价格处于低位时，你最好投资资源型公司。例如，当镍的价格是1.75美元每磅时，买入高品质的镍矿生产商的股票要比在其价格更高时买入会赚更多的钱。

我想你买了莱昂矿业公司(LionOre Mining)的股票。

当镍的价格是1.75美元时，我是以0.36美元买入的。当时处于整个周期的底部，由于没有人获得现金流，矿业公司倒闭、开采停止。谁还会要新的矿业公司呢？最终，当需求再次上涨的时候，供给不足了，是吧？镍的价格上涨了，你赚了很多钱。因此，这是价值投资在资源型公司的表现。首先，必须有一家生产商，因此你可以估算其所拥有的资产的价值。你想知道储备，它们应该是低成本生产商，因此他们在周期的底部仍坚持待在业内。价值投资者认为镍的价格终有一天会超过1.75美元每磅，或全部生产商中有90%会破产，因为他们不能赚钱。石油和天然气的道理也一样。当石油11美元每桶时，《经济学家》杂志告诉每个人石油价格将跌到5美元，如果你了解石油，你知道这是不可能发生的。如果你和一位石油生产商聊过，提取石油的价格是10美元每桶，你只给他5美元，随后他们就会封了油井。因此，这就是价值投资者对石油的看法。

你刚才提到的非常有趣，因为我认为商品周期非常长。显然，当价格处于低位时，需求开始增加，商品企业需要花费数年的时间才能满足供给。

绝对是这样。

这就是周期这么长的原因吗？

这确实是周期这么长的原因。你如何能在一年的时间找到商业上可行的镍的储备，建设生产设施，生产出镍矿呢？我的意思是，你做不到这一点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是吗？

伊斯湾镍矿(Voisey's Bay)已经有12年了，它现在开始……

是的，事实上比这还要长，到现在有14年了。从被发现起有13年了，现在才开始投产。因此，这就是问题。投资多年不足，需求在增加，你在消耗存货。随后你达到某一点，生产不足以满足需求，现金流增加了，这就是现在遇到的情况。英科公司的现金流最近每年少挣了10亿美元。因此他们走出去收购其他的公司，以努力增加自己的产量，现金流最终会创造新的矿石供给。我的意思是，这需要时间。

我会用几年的时间思考。这意味着，随着商品价格的上涨，其会降低普通的非商品企业的利润？这是否是商品周期与股票市场周期完全不同的原因？如果谷物、玉米或其他商品的价格上涨，乐氏公司(Kellogg's)将会遇到问题。你不能把价格上涨的压力转嫁给消费者，因此利润受到挤压。

对的，这就是现在发生的情形。我们拥有的很多加拿大制造公司的利润受到了挤压：影响是双重的，由于商品价格上涨，美元也在上涨。同样，由于商品价格在上涨，原材料的成本也在增加。包装的成本也在增加，由于其很多成分来自石油。他们的价格不能像成本增加的速度那样上涨，但是终有一天会上调其价格。突然，我们有一天醒来后发现，通货膨胀又回来了。

你是如何得出所有的商品价格都在上涨而没有通货膨胀的结论的呢？

一个合适的理由就是每个人如今都在争论的，中国是否在出口通货紧缩。你知道，这是一个重要因素。从长期来看，它的影响会一直存在，很多公司将会被迫关门。然后，我到哪里去买我的狗粮呢？我不得不拥有狗粮，你只是把狗粮公司关门了，因为你不会再为狗粮支付更高的价格。最终，我们会为狗粮支付更高的价格，不是吗？

我们会推出这样的结论：中国生产了上述的一切，20年后，他们将会为世界生产每件商品。

这不会发生。他们也许会消费世界上的每一件商品，但是他们不会为世界生产每一件商品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对你来说最重要的是对公司的定性研究还是定量研究？

我猜想，对我们来说，天平会倾向于定性研究。我们所做的唯一重要的决定就是为企业支付的价格。因此这是一个组合研究。我们不得不需要一些定量研究人员，对我们所做的决定来讲，还需要更多的定性研究人员。

所有的经理——基金经理——很大程度上在说同一件事：我们努力购买价值被低估的公司。因此为什么你在购买价值被低估的公司方面会取得成功，而他们却不能呢？

首先，我们认为我们不是基金经理；我们认为我们是机会主义投资者。我认为多数投资者，不管是职业的还是业余的，没有真的努力购买价值被低估的公司。他们认为自己确实在这么做，但是他们没有这么做。他们购买企业时更多地关注动量和趋势，而不去关注该企业是否有希望低于他们心目中的实际价值。我认为这就是他们的投资业绩不是很好的原因。再强调一下，我认为，导致糟糕的投资回报的最重要因素是业绩衡量标准。该衡量标准缩短了投资者的投资期限。实际上，如果没有 5 年的投资时间，你不能购买任何股票，否则时间太短了。多数基金经理，我们认为自己不是基金经理，按照月度或季度的业绩进行衡量，这影响了他们的投资行为。就像石油股票——我不得不抛掉我的石油股票，因为它们的季度表现不好，快要到 12 月 31 日了，如果我持有很多石油股票，而它们的表现不好，那么我就要对此做出解释了。

与你谈话非常有趣，因为你说我是在和奈德·古德曼(Ned Goodman)聊天。奈德说在 20 世纪 60 年代，他常常按照你认为应该管理资金的方法管理资金。他努力用自己能够想到的任何方法去赚钱，他说顾问来了，告诉我们说不要这样，不要那样，要注意跟踪误差和相对业绩。他说，“因此你期望今天该做什么？每个人给出的都是指数业绩减管理费”。

这就是你要面对的，现在你在对冲基金中获得了巨大的增长，对冲基金经理获得报酬的方法更加缩短了其投资期限，因为他们的报酬根据回报率每季度结算一次。如果他们的业绩超过了最低回报率(hurdle rate)，他们就会得到一大笔钱，因此他们的投资期限被缩短了。这创造了波动，也为那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用波动的人创造了机会。

说得太好了。正如你所说的，它创造了更多的波动。

我从与我们打交道的经纪人那里听到了这样的说法："很多家伙——职业的基金经理——在买卖公司的股票时对该公司真的一点也不了解。"他们真的不知道自己为什么要买入股票。我最近听到这样的说法，"给我一只镍矿股票"。"因为我认为镍矿股票这个季度要涨了，我需要一只镍矿股票"。这是疯了还是怎么了？例如，现在流行买入能源股、铀股，是因为现在我们又一次建设核电站。因此市场给予了组合经理买入铀股的愿望。这是疯了，不是吗？你在买的是一个被低估了的铀公司，而不是买入一只铀股。如果你找不到你认为估值公允或低估的公司，你就不要买。

关于这一点，你是否曾经卖空过一家你认为被严重高估或其基本面严重恶化的公司？

说到卖空，你能在完全正确的时候去经纪人那里努力证实自己的观点。你是对的，但是你的客户没有耐心看到你证实自己(因为所需要的时间太长了)。因此，我应该在 40 美元卖空北电网络，我在其价格上涨到 125 美元时破产了。从长期来讲可能我是对的，但是在短期内我就破产了。

我发现很多成功卖空的人说他们从来不根据估值进行卖空，因为那是在找死。你卖空是根据基本面的恶化。

是的。

因此，过去几年你的业绩很大程度上是归功于能源板块还是多个板块？

你知道的，是多个板块，有多种股票的组合。事实上，我们只是最近对潜在的客户做了一些工作。高净值家庭找到我们，"让我们看看你们的投资组合，告诉我们一些投资的意见，你们所有的资金在过去 5 年是怎么投资的"。他们的问题实际上是，"我们打赌你把所有的资金都投在了石油上，因此让我们看看是否是这样"。这不是真的。我们回到 2000 年，我们选择了我们决定买入的 10 只最好的股票。其中有 2 只是石油和天然气股票，其余 8 只股票与能源、石油和天然气没有任何关系。有 2 家矿业公司、1 家钢铁公司、1 家石油和天然气公司、1 家健康护理公司……这是截然不同的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的组合。我们不是在顺周期操作(play a cycle),我们在买入便宜的公司。我们正好买了两家矿业公司和一些我们喜欢的石油公司——我们认为其在1999年和2000年被低估了——它们的涨幅很大。但是你知道,有很多股票涨幅也很大。我们买入了优尼康(Unican),并把它以买入价的2倍——市场认为其价值应该如此——卖给了科波特控股公司(Cobalt Holdings)。威腾思达卡车公司(Western Star Trucks)以买入价的3倍——市场认为其价值应该如此——卖给了戴姆勒—克莱斯勒(Daimler-Chrysler)。在过去的几年里,我们有很多与资源没有关系的股票为我们带来了巨额的回报。

为什么市场有时喜欢小盘股,有时候喜欢大盘股?你认为外国人在进入股市时,他们会在买小盘股之前买入恩卡纳(Encana)吗?

也许。大基金的经理很难把大量的资金投入到市值较小的公司上,这在加拿大确实如此。人们常常对我们说,“为什么你们多数最好的投资都是在加拿大公司呢?”对这个问题的简单的答案就是,多数人不看好加拿大市场。昨天报纸上有一篇文章说,加拿大的资本市场实质上只占世界资本市场的3%,因此谁会关心加拿大市场呢?这就是全部答案——没有人关心这个市场。我能够买入比美国市场上便宜的股票。我的业绩到最近还在上涨,因为加拿大市场被人忽略了,是吧?

这又带来了下一个问题:你认为自己的投资风格对投资能力有影响吗?

要看情况……

根据市场和流动性有所不同。

在1999～2000年,我们的投资能力是无限的,因为有很多好的投资机会。但是正如你之前指出的,人们现在要赎回自己的基金。他们在我们的能力无限的时候把资金撤走了。现在,人们在我们的能力有很多限制的时候想把钱给我们。我们的企业计划要求我们在未来的5年缩减资产规模。

我认为在加拿大管理适当的资金规模是重要的。

对的。如果你管理的资金规模较小,投资会容易得多,我们意识到了这一点。因此,我们实际上不能让我们的企业变大。我们过去辞去了一些养老基金的委托,我们认为这些基金不太适合我们。随着公司的发展,未来也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许会有更多类似的事件发生。

无论什么时候你告诉人们说你不想要他们的资金，他们经常会想给你更多的资金。

是的，我们最近辞去了一家养老基金的委托，10年来他们对待我们没有什么区别。每当我们的季度表现不佳的时候，他们就战胜了我们。我不得不去多伦多，“为什么你的业绩表现低于指数呢?”我就说，“控制一下你自己!”10年后，我们辞去了该基金的委托，他们请求我们继续管理资金。你这个家伙每3～4年就叫嚣着要解除给我们的委托，你现在要说些什么呢?他们说，“你是我们这里业绩最好的基金经理，你每年给我们的回报是20%，是指数同期表现的2倍。”“但是我们第一次遇到季度表现糟糕的时候，你就对我们大加指责?！你只给我们30个基点(basis points)，而我们的私人客户想给我们更多的资金，给我们125个基点!”因此接下来发生的是，养老基金或共同基金市场将来得不到最好的投资者的服务。现在发生的事是你得不到报酬，而管理却很严格，不是吗?

我读过所有的公共机构的资金管理手册。这不是一件好事。无疑所有的养老基金都在成为指数基金，因为这是他们想要的。他们想要基金经理战胜指数，但是不要误入歧途。我的意思是，你如何看待这件事?

另外一个感兴趣的事实是，人们没有意识到加拿大养老基金的财务状况不是那么好。我的意思是，作为一个整体，养老基金严重不足。主要原因是，他们的投资政策有问题。这不是一个他们是否缴纳了足额的养老金的问题。他们没有得到适当的回报。这是由于他们在对投资一无所知的时候，那些愚蠢的顾问给他们设计的投资策略所致。因此，你瞧，养老基金没有足够的资金支付养老金。这是愚蠢！由于负债，情况会变得更糟，不是吗？是他们一手造成了这样的负债，但是他们没有能力为这一错误埋单。

你经常使用分析师的报告吗?

不是很多，因为这些报告有一些严重的偏见，特别是银行所有的自营商。消除这些偏见几乎是不可能的，你不得不意识到这些偏见的存在。我们倾向于使用一些老资格的分析师做出的报告，无论我们是否采用其报告，都不会给我一些垃圾信息，他们像分析师那样在工作，因此他们有一些帮助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其管理自己的基金的信息。他们不关心是否会得到一大笔奖金。他们只是为了传递信息。因此，我们与这样一些为数不多的老资格交流，否则我们宁愿保持独立，制定自己的决策。但是他们的存在改变了我们……

我们从来没有回答这样的问题，即当你待在海湾街时，你如何在温哥华管理资金呢？

让我来告诉你细节。我们几年前接到了纽约打来的一个电话。纽约有这么一些人，他们代表了一些非常富有的非美国家庭。“能过来见个面吗？”因此我们过去和他们见面。见面地点在曼哈顿中心区的一家非常漂亮的办公室。他们代表了一些非常大的资金。“首先，为什么要给我们打电话？”“哦，你有一个我们叫不上名字的客户，是他把你介绍给了我们。”好的。但是你们在曼哈顿中心区，这里是世界的中心，为什么你们在自己从来没有去过温哥华的情况下，要考虑与远离这里的温哥华的几个家伙合作呢？“让我来告诉你一些信息吧。我们有半打的投资者，他们没有一个住在纽约。他们在宾夕法尼亚的小镇，其中一个在中西部，我们还有一个投资者在佛罗里达，现在你们这些家伙在西海岸。”“因此，为什么要选择我们呢？”我说。“每个在纽约的人，他们的思路是一样的。我们都在用同样的水洗澡——这里没有独立的思考。”

在他们看来，除非你独立思考和行动，否则你赚不到钱。我认为如果你远离海湾街和华尔街，并独立思考和行动，赚钱就很容易。你瞧，我们确实也受到了群体思维的影响，因为我们是唯一的人，不是吗？但是如果你待在海湾街，是很难不受群体思维的影响的。实际上你不得不独立工作，因为你参加的是同样的午餐会，日复一日看到的是同样的分析师，参加的是同样的会议。我们不去参加会议，除非我们真的想去某个地方滑雪。

对的。

我每两年参加一个会议，我去参加会议不是因为我喜欢站在那里做演示。而是因为我喜欢在晚宴上深入了解某个公司的 CEO，与其在酒吧的某个地方畅饮，实际上是想了解他的企业的一些有价值的信息。但是我们这些人没有一个曾经参加过会议。

你过去几年中给你带来最大回报的是哪只股票？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是阿尔戈马钢铁公司(Algoma Steel)。

好的。

我们几年前全部卖出了这只股票，但是我们买人时——5年前——价格低到1.75美元。其股票价格跌到了1美元。当时是该公司第二次申请《破产法》第十一章保护，钢铁企业处于无序状态，关闭了北美所有的工厂，阿尔戈马钢铁公司的新CEO是一位靠木材产品起家的家伙。怎么会到这样糟糕的地步呢，不是吗？但是在1美元每股时，有3 000万股股票在流通。它们的收入是12亿美元，你用3 000万美元可以买下整个公司，不是吗？

对的。

我们和新CEO丹尼斯·图尔科特(Denis Turcotte)取得了联系。他告诉我们他将要如何经营公司——不是内幕消息。他说，“瞧，我已经开始降低工资和生产成本。首先和最重要的是，我已经开始裁员了。为了做到这一点，我已经与工会开始了谈判，我想我可以做到。”他说，“北美所有的工厂关闭了。这是一件好事，因为北美的产能过剩了，我们在纠正错误。”他说，“因为我们处于《破产法》第十一章保护中，我们对一些竞争对手是有成本优势的。我们对债务进行了重新协商。我们将养老金债务从我们的账上剥离出去，由政府监管。因此，如果钢铁定价提高，我们将会是最大的受益者。”

这对我们有意义，不是吗？我不知道，账面价值大约是8美元每股，你能用不到2美元的价格买到。它真的值8美元每股吗？我们不确定。只有时间可以告诉我们，但是你至少不会支付账面价值的几倍的价格。我们也看了斯特尔科(Stelco)，得出的结论是它只是一堆狗屎。其经营很糟糕，他们向工会屈服，他们将会面临严重的问题。阿尔戈马钢铁公司将会受益。因为我们买了该公司10%的股票。我们在大约1.75美元、2美元的价格投资了300万美元，我们在2005年2月或3月以38.50美元的价格卖出了持有最后一部分股票。

赚了20倍。

这一击太棒了！全垒打！

[笑了]

现在，这样的股票不会经常遇到了，但是我们在过去几年里有很多10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个和 20 个“本垒打”。那只股票是最有戏剧性的,因为发生得太快了。就像是完美的风暴,不是吗?就在我们买入后,布什竖起了贸易壁垒。我们与美国有自由贸易协定,因此他们把壁垒设置为整个北美,迫使钢铁价格上涨。钢铁价格从我们投资时的每吨 200 加元上涨到 1 200 加元。公司在市场上的价值是 3 000 万美元,2 年后现金流是 5 亿美元。太棒了!全垒打!

你说作为一名基金经理你要优秀得多,因为你犯了很多错误。过去几年你从自己所犯的哪些错误中汲取到了教训?你最大的错误是什么?

最大的错误……有很多错误,顺便说一下……但是给我教训最深之一的是国际墙面涂料公司(International Wall Coverings)。我在努力记住这一投资时间。那是在 20 世纪 90 年代末,我们实际上是因为创建了该公司的家伙而买入的股票。

对的。

国际墙面涂料公司是一家英国化学公司的一部分,是生产壁纸的分公司。经营该分公司的家伙进行了管理层收购,因为墙面涂料只是化学公司一个很小的分公司,被收购后该公司成为国际墙面涂料公司。我买入股票是因为他是非常好的一个人,真的了解企业,他逐渐地积累实力,最终成为北美最大的壁纸生产商。这看起来是一家非常好的企业;人口在老龄化,市场在发展,该公司在保持这样的发展态势。非常遗憾的是,他得了癌症,不得不脱离企业的日常经营,他提名财务总监(CFO)为公司的 CEO,但是后者并不胜任这一职位。在 20 世纪 90 年代末,股票最高达到 20 美元每股,汇达证券在 19、20 美元的价位为其做过融资,但是我们并没有参与。随后企业开始实质上恶化,我们对此表示了一些关注,我和另外两个家伙——拥有公司很大一部分股票——走到了一起。其中一个家伙在多伦多,他自己也在从事壁纸业务。另外一个是温哥华知名的私人投资者,我们三个人随后实际持有公司大部分股票。因为我们在公司向管理层和董事会发起了挑战。我们实际上参加了董事会的会议,说,“发生了什么情况?企业在恶化。”董事会解散了!他们从汇达证券找来一名顾问——报酬为 25 万美元——来帮助他们运营企业。

你在华尔街给戈登·格科(Gordon Gecko)做了“贪婪是好事”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Greed Is Good)的演讲?

因此,你瞧,我们去了董事会。我们现在没有选择。为了明确企业的情况,我们引入了毕马威会计师事务所(KPMG)和法院的家伙。他们对公司进行审计并告诉我们现在的情形。他们回来了,说你要破产了。

对的。

我们这里有毕马威会计师事务所。我们这里有招股说明书,前后只有3个月的时间。白纸黑字摆在那里。与之前的情形完全相反。因此,我从董事会辞职,我们以1美元每股的价格出售了剩余的股票,让公司进入破产管理结算,资产被出售。我从中汲取的教训是:第一,不要相信你读的招股说明书;上面可能都是废话。

对的。

第二,不要相信贪婪的投资银行家。假定董事会是不称职的,直到证明与此相反,不是吗?不要参加董事会。因此我们损失了很多钱。我花了6个月的时间举行会议,努力清理公司财产,为我们的投资者找出最后一点价值。整件事就像是一场噩梦。伙计,这让我受益匪浅!我从中学到了很多,不是吗?我猜想那是在1998年发生的。

我猜想这件事也提出了一个好的观点:当你看一只股票时,是否有一些花很大力气遵循的规则?

是的,首先和最重要的是,你要开始信任管理层。重要的是,人们把他们的资金托付给我们,反过来,我们代表我们或代表客户把这些资金托付给经营企业的管理层。他们不得不对你完全坦诚,不是吗?这是首要和最重要的。随后你做的最重要的决定是为企业付多少钱,不是吗?

价格非常重要?

你不得不相信你所看到的。那是一些数字,他们没有篡改数字,他们是准确的。他们准确地描述了企业的情况。现在,我愿意为公司付出的价格是多少呢?如果价格不对,你不得不远离这家企业。我们今天举行了一次会议,那些家伙刚走出去。他们告诉我他们公司的情况,我打开了他们的年报。我经常首先从后面开始看,因为那是他们通常有董事——管理这些家伙——的地方。随后我进入下一节,财务报表的注释,然后我迅速转到股票期权以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明确还有多少期权没有到期。在这里的家伙在谈论他们的企业，我想这非常有趣。随后我看着他们，想到，“赌一下！你放弃公司20%的股票！”

［笑了］

是吗？公司20%的股票用来行使期权，其价格只有今天交易价的一部分。这些家伙行权后带走几百万美元离开企业，你想我把客户的资金投入进去?!

对的，你有兴趣为自己赚钱或建立自己的企业吗？

这是致命的！这对我来说是致命的问题！你的直觉告诉你，如果你对管理团队感到不满意，只要不去那里就可以了。

加拿大最大的财务欺诈案之一是Bre-X矿业公司。一些人是如何辨别这个问题的……而不是走到那一步？

他们在欺骗人们方面做得非常好。我也深深卷入了那个故事中。我们赚钱实际上完全靠的是运气。我告诉你我是如何卷入其中，并再次从欺诈中学到教训的。有人给我打电话说Bre-X矿业公司的管理团队在温哥华。“你想见见他们吗？”我说，“当然。”因此我去了这个家伙的办公室，他们进行了演示。我走过去坐下来，我知道我在会见CEO大卫·沃尔什(David Walsh)，但是我不知道他与我在25年前就已听说过的大卫·沃尔什是同一个人。当我在蒙特利尔的时候，他在20世纪70年代初是加拿大永久信任公司(Canada Permanent Trust company)——地址在蒙特利尔——的投资组合经理。我走进房间，他说，“你好，韦恩！”我说，“大卫·沃尔什！”你知道，他身材高大，有一头棕色的头发，浑身是巧克力酱色的皮肤。随后他们让菲德尔霍夫(Felderhoff)进行了演示。作为地质学家，他有着完美的资格。随后他们让一个做过巴里克黄金公司勘探执行副总裁的家伙——名字我忘记了——进行演示。这四个人给人的印象很深，因此我最好记住这件事。我不能忘记这一事实，大卫·沃尔什不停地对我说，“韦恩，你知道我赚多少钱吗？”我喜欢问，“这里发生了什么？”

［笑了］

无论如何，我在听这个故事，利时证券的分析师不断鼓动我买入一些股票，我买了一些，“很好，如果数字是对的，这就是另外一个钻石天地资源，不是吗？”没有人关注这一点，因为这次小丑是公司的CEO沃尔什。因此，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入了不少股票，随后我们有一天坐下来说，"你知道什么？ Bre-X 矿业公司——没有生产出一盎司黄金——的市值已经超过了所有公开上市交易的黄金公司的总和。"我说，"我们赚了很多钱，因为股票价格在上涨。我们只是幸运。"我们卖出了所持股票的一半，获得了极大的利润。随后我去了东加里曼丹[1](East Kalimantan)。因为我买入了罗伯特·弗兰特经营的钻石天地资源的股票，他邀请我和其他一些人去那里，因为他租赁的矿山临近 Bre-X 矿业公司的矿场。我想，这里是观察 Bre-X 矿业公司的好机会。

是的，中南半岛的金田公司(Goldfields)。

因此，我和罗伯特以及其他一些人去了，我们到了这个荒凉的地方。在我一生中这是我去过的最糟糕的地方，我们与携带我们午餐和装备的一些人穿越热带雨林。看看，这是离开这里的方法，这是真的原始生活，不是吗？这是一个让人痛苦的地方，我和罗伯特谈论着这个地方。公路下面，就是 Bre-X 矿业公司的矿场。他说，"那里发生了什么？"因为在那里当时有传言说出现了撒盐丑闻(salting scandal)。当时正好是丑闻发生前后，迈克·德·古兹曼(Mike de Guzman)跳了起来，把砍割工具扔了出去，他说，"韦恩，我们现在处于这个荒无人烟的地方！没有人能来这里进行尽职调查，因为他们会被这些原始人杀死！"

［笑了］

他们在这里有一些战争！我回到澳大利亚，给这里的家伙打电话，说，"听着，不管我们持有 Bre-X 矿业公司多少股票，马上抛掉。"他们说，"为什么？"如果你打算……我不知道他们已经腐化到这个地步……但是如果你想做一些像这样的重要的事，这就是世界上你能够逃脱惩罚的地方。你不能在内华达这么做，因为有太多的人看着你。这里没有任何人看着你。这是一个在非常非常困难的地区的腐败社会，我说，"只要全部卖掉这些股票"。我们已经赚了一大笔钱，把其余的股票抛出去。这就是在该股票上发生的事实。

精彩的故事！

---

〔1〕东加里曼丹是印度尼西亚在婆罗洲岛加里曼丹地区的四个省份之一。省府为沙马林达(Samarinda)。东加里曼丹省面积约220 400平方公里，是印尼第二大省，在加里曼丹四个省中面积最大。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伊特·塞格尔

——趋势、主题和策略型交易



“不要买入收益被向下修正的股票。我不会爱上任何股票。”

罗伊特·塞格尔(Rohit Sehgal)被其他股票市场超级明星尊称为他们所知道的“最佳的交易员之一”,我第一次在亚利桑那图森(Tucson)的一个投资会议上对他进行了采访,随后在佛罗里达的好莱坞进行了采访,在多伦多还有一次采访。这是我在佛罗里达州好莱坞进行的第二次采访,当时坐在露台上,俯瞰着美丽的大西洋,我深入地询问其有关使他成为传奇的基金——动态电力对冲基金(Dynamic Power Hedge Fund)。如果万一不知道罗伊特是谁,你应该知道这个名字,因为《巴伦》(*Barron's*)杂志知道他。在2008年初,他的基金以超过市场年收益60%的回报被《巴伦》杂志评为过去三年世界上排名第二的对冲基金。自从2002年创立以来,该基金的净回报对投资者来说实际上每年的平均收益率是55%。为了使你对这一数字的印象更加深刻,这等于在投资行业中所谓的短期内增长10倍的公司(ten-bagger)。好好想想这一数字的含义吧。在不到6年的时间里,你的初始投资涨了9倍。几乎没有任何一只股票能够实现这样的回报,更不用说多样化的基金了。

40年前罗伊特从印度到了加拿大,当时很难找到工作,但是他最终在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦敦人寿(London Life)找到了一份交易债券的工作,当时多数股票从业人员都不想做这个工作。为什么要交易债券呢?因为当时伦敦人寿其他业务做得很少。债券交易员不得不知道宏观环境的"大局",这也是罗伊特开始发展自己从上到下的分析专长的地方。他不得不找出比其他人做得更好的方法,以证明自己是独一无二的。为什么呢?原因有很多,但是有一个原因是他来自印度,这在当时已足够让你不得不证明比其他来自加拿大的人要做得好,才能得到一次机会。

罗伊特是我采访的唯一一个来自大型基金管理公司的选股人,因为这类企业的文化通常不会给予经理"跳出常规思维"的弹性。动态电力对冲基金则不同。公司已经发展了企业家文化,这里的很多经理都远比加拿大的基金管理公司的同行要优秀。罗伊特作为首席投资策略师自从 20 世纪 90 年代末以来就一直身先士卒。

当我问他自己取得成功最重要的一个素质是什么时,他说,"保持谦虚"。当我问他取得成功的一些秘诀时,他说,"我早就明确了趋势和主题,拥有超常的交易本能"。这使问题变得温和了,因为他不只是在运营集中和高杠杆的行业对冲基金上取得了成功,而且他比我采访过的其他任何股票市场超级明星有更长的可跟踪的记录。回到 1981 年,他运营的普通共同基金产品有 20 年的业绩是上涨的,只有 7 年是下降的,复合收益率大约是 14%。现在,你通常不会期望像罗伊特这样积极的"增长型"、波段操作的基金经理只有 7 年的业绩是下降的。他有既定的投资风格,他通过不怕承担亏损——如果有必要,尽快承担亏损——来控制风险和亏损。

多数在较长时间获得成功的基金经理一般认为自己更倾向于"价值型"投资。从长期来看,这样描述有好处,因为完全的成长型投资经理实在是超常的。在我们最近的采访中,他给我指出了这一点,说"我的投资类型对一些人来说很难,但是如果我退休了,两个星期后我就会变得无聊了。这就是我做的"。

鲍勃:我想我们该回到起步的地方。我想你也许是在非常年轻的时候就开始投资的那类人。你是在大学期间开始投资的吗?

罗伊特:我在印度读完了大学,我在 1969 年经欧洲来到了加拿大。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终在莫斯·劳森(Moss Lawson)找到了一份工作,基本上就是股票分析师实习生。我想我当时是21岁。是那种意外入市的情形。我实际上没有想过做这一行。我的教育背景是经济学,因此似乎找的工作多少与此相关,超出这个范围,我在加拿大就没有经验了。因此,实际上我没有经验。他们问我是否想做销售或研究,我说"我在这里是个新人,我不认识太多人。因此做研究工作对我来说似乎是个好主意"。

当然,一年半或两年以后,在这一时期发生了很多事情。我在多伦多认识了我的第一任妻子,并结了婚。我当时有机会去伦敦人寿,因为当时伦敦人寿是一家非常保守的公司,他们几乎不投资股票。它最多是个债券经销商——息票购买商(coupon clippers)。他们做得很好,因为他们的操作是为负债匹配资产。一些人把我推荐给了伦敦人寿,当时该公司有2～3个已经年老的投资人员,他们想要一些年轻人。因此,我以非常低的职位进入了该公司。他们说,"好了,你是闯世界的乔伊(Joe Boy)[1],现在你必须证明你自己"。那是在1970年。

1974年,公司想让我做的事情之一是做注册金融分析师,因此,我在1974年获得了注册金融分析师资格,向他们证明我真的想在这一领域中发展。但是直到1981年,他们才让我第一次管理投资组合。因此尽管我在早期就参与了投资业务,我的第一个投资组合是在1981年,该组合名为伦敦人寿股票型基金(London Life Equity Fund)。该组合拥有5 000万美元,该基金通过投资业绩和新注入的资金成长为几十亿美元的组合。在伦敦人寿待了一段时间后,我想,我管理的资金超过了30亿美元,有趣的是,他们让我发展了自己的投资风格。这对像伦敦人寿这样保守的公司来说是不可思议的。一些人说我拥有加拿大第一只对冲基金——几十亿美元的对冲基金——因为该基金的管理真的是积极的。因此,有时候会发生一些奇怪的事。没有人会想到伦敦人寿会给你一个你能够做一些事情的环境,而不是

〔1〕 *Joe the Hotel Boy*,中文译名为《乔伊历险记》,由美国著名教育家、小说家霍瑞修·爱尔杰编著。主人公乔伊是一个聪明、善良而富于正义感的乡村少年,从小与单身汉叔叔一起过着平静的生活。一天,一场灾难降临在这个无忧无虑的少年身上,一个雷电劈倒了一棵大树,他们的房子被树压塌了,叔叔也被砸成重伤致死。叔叔在临死前告诉乔伊,他有一个蓝色盒子,但话还没有说完就去世了。失去了依靠的乔伊独自一人开始闯荡社会,他先在一个小镇旅店里做服务生,结果无意中卷入了一场与骗子的争斗中。经过不懈的努力,最后正义战胜了邪恶,同时也解开了蓝盒子之谜,而乔伊的命运也彻底改变了。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理类似指数基金的基金。

你有段时间是固定收益证券分析师？

呃，你知道，当我加入伦敦人寿时，他们实际上没有任何股票敞口。我基本上在做固定收益证券的私募工作。我甚至做一些债券交易的工作，基本上就是转换债券，你知道，从低息的息票换为高息的息票，并增加收益率。这就是日常的工作，随后股票逐渐成为最吸引我的东西，因此我只能自己做策略分析师，并在他们面前选择股票。你知道，我希望一些人会注意到这一点。

你认为在固定收益证券领域更像宏观投资类的工作，它有一些……

非常正确。正是在固定收益证券领域的工作让我开始意识到宏观投资的重要性。一些人采用自下而上的投资策略，不看大环境。我根本不相信这样的说法。你知道，你需要知道宏观的趋势。这就像农场主。他在开始播种前要看天气。如果有暴风雨，他不会做任何事。这使我认为从上而下的选股变得更加重要。

这很有趣。你曾经在印度为你自己买过股票吗？

没有，我一直都没钱。[笑了]

当时印度有什么值得投资的吗？

没有。我认为印度的股票市场实际上没有什么大不了的。我根本没有任何投资股票的经历，甚至在我加入伦敦人寿时也是如此。我没有钱投资股票市场，但是我是市场的一个非常敏锐的学生，我比其他人读了更多的相关书籍。再加上，我不得不证明自己，因为我来自国外。在那些日子里，我是少数族裔，因此也许我可能不会真的得到同样的机会。我不像其他人那么糟糕，因为我讲一口流利的英语，并对环境的适应力也不错。但是我觉得我不得不证明自己还有另外的原因，因此我实际上不得不比隔壁的家伙更加努力的工作，这是毫无疑问的。这是需要优先考虑的。

我正准备问这些呢。移民是你取得成功的原因？

我认为是的，因为你从那个环境中发展了非常强的职业道德。在印度这样的地方，你基本上是独立的，你知道，你不得不通过自己的表现来证明自己。因此职业道德变得非常重要。我的竞争力很强，我想获得成功。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，部分个性、部分文化背景和部分环境导致了我的成功。实际上是这些因素综合作用的结果。

我一直有个疑问，你为什么会在伦敦人寿工作这么长的时间？是因为他们给予你做自己想做的事的自由吗？

我认为这一点非常重要。正如奈德·古德曼所说的，以及我们谈论的，对大多数基金经理来说，人们对他们的所有期望就是跟踪指数，比指数收益多或少几个点。首先，保险公司通常会有这样的期望。他们考虑偏离指数的风险，这对我来说是一种近似疯狂的看待风险的方法。这也是我发展我自己的投资风格，以及他们鼓励这么做的部分原因。他们看到我们投资回报很大，但是，当然，平衡的另一面是你如何管理风险？瞧，我们的风险管理做得很棒。一种方法就是通过交易管理波动。你知道，当股票超买或遇到类似情况时，我们获利回吐。这成为投资过程或风格的一部分。这会使你进一步去改进，我也不得不证明我会做得更好，对吧？我能够证明的唯一方法就是有不同的风格。

本质上说，如果你和其他人做同样的事，你仍然不会胜出。

是的，因此随后你就变得平庸了，对吧？我认为同样的道理适用于埃里克·斯珀特。他想成功，因此他发展了创造性。当你想成功时，你会变得更有创造性。

有意思，因为埃里克·斯珀特说他开始时完全采用自下而上的股票投资策略。

是的，当然是一种组合。你最终会买股票，对吧？利率走势不重要。因此，最终的结果是选择正确的股票。但是这确实有助于在正确的时间在正确的板块选择正确的股票。你知道，这就是你选择短期内增长 2 倍(two-baggers)或 3 倍(three-baggers)股票的时候，因此……

你还记得你为自己买的第一只股票吗？

记得，你知道，我不得不回到过去。我为自己进行的交易非常积极，我做得很好。你知道，我有很多的约束。个人投资变得非常难，因为他们给你设置了很多最低回报率。我买的第一只股票。让我想想。这要回到……

你看宏观环境时看什么指标？这是固定收益分析师的工作吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据你想进入的板块，宏观趋势有很多的信号。例如，银行在一些环境下会做得很好。我会从宏观环境得到很多启示，随后在板块内选择股票。

因此，你认为自己在某种程度上是板块轮动投资者？

不，未必是这样。我们经历过很多不同类型的经济周期。我能够想起20世纪80年代，经济周期有一些明确的时间表——每3～4年一次——在这个周期中，你知道什么时候买入金融股，什么时候买入周期性强的股票，等等。我们在这样的游戏中的业绩不错，也许会像你所说的，是一个板块轮动投资者。经济周期最近不再是这样了。事实上，如果你按照经济的周期性看一下最近10年的情形，周期没有那么明确了。我甚至不知道我们上次经历的最严重的衰退的时间。即便市场在2001年和2002年那样崩盘，我们实际上也没有经历这么严重的经济衰退。这是一个与20世纪70和80年代完全不同的环境。我们在谈论一个非常长的周期，就像我们买入的超周期板块一样。至少在过去5年里，我们的板块投资策略是非常一致的。我们进入资源板块非常早——非常非常早，事实上，如果你往后看四五年，我们也许是第一个重仓投资天然气板块的。当天然气价格只有1美元或2美元的时候，我们进行投资与石油价格或资源没有任何关系。我们只是觉得当时北美生产的天然气定价有问题，因此我们很早就买入了天然气股票。大约5年前，我们预测到了资源板块的走势，我们一直没有改变过投资的策略。我们在过去5年里不是板块轮动投资者。宏观环境暗示你不要做板块轮动投资。

这很有趣，因为你一直认为自己是成长型投资经理。然而，当你很早就投资某一行业时，一些人会说你是价值型投资经理。

我们这一行中最不普通的就是常识。不错，因此如果某一行业会升值，为什么我们不买入呢？尽管我们喜欢数量模型，为什么我们不进行预测呢？但这不是一个黑箱，因为当你以数量模型或数字看待某一行业时，可能已经太迟了。这就取决于你自己的直觉或本能，或你自己对进入的市场的理解。很难对其进行量化，并把量化的结果写在纸上。例如，5年前，你如何才能做出与我们一样的投资策略呢？数量模型没有告诉我们——这一投资还没有产生收益。因此我们投资的时间早了。你知道，我非常擅长这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 年前，我们卖出了能源——天然气，实际上是大幅减仓。就在两天前，我获利 2 亿美元，并将 2 亿美元投资在铜等贱金属上。这是一次豪赌。这将对我们所有的基金——包括对冲基金——的业绩做出重大贡献。因此，还没有产生任何业绩，但我们只是说，"在 1 月的时候，冬天里将一无所有。这些家伙将会遇到大问题，因为他们的能力已经到顶了"。因此，你基本上会在未来 3～4 个月完成投资，这些金属的价格将会下跌，将会对现金流做出很多调整。我们确实预测到了这一点，不要买入收益被向下调整的股票，但是如果你能早点买，就很好。因此，我们遇到了双重打击。因此，我认为这就是我们比其他投资经理更成功的另外一个原因。

如果你不得不选择一个你获得成功的原因，将会是什么呢？

绝对地说，我们重仓投资商品，因为从某种意义上说我们是逆向投资者，因为我们认为这样的情形将会延续很长一段时间。然后，我们看到了越来越大的波动，这很可怕。你倾向于事后批评自己，但是任何事情从宏观的角度得到的暗示是这样的情形只会延续一段时间。因此我们严格遵循我们的策略。

几年前你买入铀的时候，每个人都认为你疯了。

是的，很多投资经理在其组合中都减持了铀。有趣的是，错过了这次铀的大涨的是那些对我的投资策略类型持反对态度的人。毫无疑问，投资策略只是一种工具。你不得不坚定地相信自己的判断，但是我们在不停地评估我们的策略。我不会爱上任何股票。我不打算成为异教徒(cultist)。我不相信阴谋论。我不是黄金虫(gold bug)，盲目地买入黄金，说这是世界末日。我们绝不会这样。我的意思是，如果资源的行情过去了，或我们认为资源板块将不再增长，我们会转移到其他板块。我们也许会买入技术股、保健股或其他股票。

你一点也不使用技术分析吗？

不是这样，但直观地说，我们都知道这些股票的交易情况。这些股票不时地向 50 日均线等移动。因此，你想知道自己能走多远。你还想知道趋势是否没有改变。然而，这不是我看股票时第一要看的内容。

买入点和卖出点这样的技术指标对你有帮助吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们也许会使用这样的指标,但是坦率地说,这个不是核心问题。有时候我对自己的决定非常自信,以至于我不会太关注技术指标的重要性。有时候我会按照技术指标的指导操作,有时则不会。

在过去几年里,你增加了基金中外国投资的分量。单看选股过程,你是用从上而下的方法看待宏观环境的吗?你选择自己认为会带来回报的国家,然后是板块,随后是特定的股票,对吗?

我们在早些时候进入了印度,这样做有很多原因。也许我进入像印度这样的国家有一些优势,因为我来自那里。更重要的是,这些国家发生了一些有吸引力的变化。我们看到这些国家的决策制定者真的严格遵守以他们想到的方法进行改变的承诺。它们都成为成长型国家,幸运的是,那些在1991 年开始经历整个经济扩大开放过程的人,现在处于首相或财政部长这样的职位上。开始经历这个过程的同样的一批人处于决策层的核心地位。但是这种情况只是近几年发生的。但即便在此之前,经济扩大开放的过程已经完全确立。因此,我们看到中国做得有多好,但是我们没有在中国投资。因为中国给我们提供的是投资加拿大能源公司或向其出售产品的资源型公司的机会。这些资源型公司销售的产品有铁矿石、铜等。这就是我们间接投资中国的方法和原因。

另一方面,因为已经有了非常成熟的企业基础设施。印度有民主的法律制度。尽管不完善,但是基础的东西在那里,因为企业受到了打击,过去的政策法规给它们设置了很多障碍。它们开始变得有自己的见解,变得非常有效率。即便考虑到它们所处的环境,它们也变得非常聪明了。管理层的技能也很好,因为他们都受过西方的教育,能讲流利的英语,很多人在国外受过培训。印度市场像美国一样,同一板块中有 4 000 家公司。你可以买入银行,你可以买入石油公司,你可以买入钢铁公司。因此,如果你真的相信新兴市场的中产阶级,就会为你带来不可想象的机遇。我们买入了银行股,这些银行现在受到严格管制。它们很透明,审计制度甚至比加拿大还要严格。因此,所有这些银行都很便宜,因为在 1998 年后,不好的银行都已经倒闭了。还有一些非常小的货币低估的风险,因为它们开始构建自己的外汇储备,通货膨胀得到了很好的控制。因此上述因素使我尽早进入印度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场。我们在印度市场的回报非常不错。

很多基金经理说，决定何时买入特定股票要比决定何时卖出更容易。你同意这一说法吗？你是如何决定卖出的？

我认为最困难的时刻是买入的公司出现了意外的情况。你对此如何做出反应？我再次推荐我自己开发的投资纪律，不会爱上任何股票。有时候，你迷恋某只股票，因为你很了解管理层，以及其他内容。你只是说，“噢，这家伙将感觉不好”或类似的言语。因此，如果出现了意外，就要做几件事。其一，是基本面会恶化，还是只是由于某种原因出现短期回调。其二，你犯了一个错误。你在判断其基本面的真实情况时犯了错误，事实是你错了。在这种情况下，我们会卖出股票。对我们来说有很多卖出的信号，如收益让人失望，管理层告诉我们一些重要信息或做一些不同的事。他们也许故意提高预期，但是并不能实现这样的预期。

我认识一位叫纳都·纳拉亚纳(Nandu Narayanan)的对冲基金经理。他也来自印度。他是纽约一家对冲基金的基金经理，有趣的是，他说，“我有50%的时间是正确的，50%的时间会犯错误，会为你赚很多钱。如果我在正确的时候赚了3美元，错误的时候亏了1美元，我会赚很多钱，我甚至不必要正确的时候比错误的时候多(也可以达到这样的效果)”。

是的，这是一个很好的类推。我们不必成为超人。我不知道正确与错误的时间是否是50/50。如果你大约有60%的时间是正确的，你就会赚很多钱。但是你必须知道何时收手，我猜想这是我的强项。如果投资的股票出现意外情况，我不会太在意卖出股票。幸运的是，这种情况不是经常发生。你不想一而再再而三地犯错误，或者意味着你的整个投资过程是错误的，但是这绝对会发生。我的意思是，如果一些人说他们从来不会犯错误，他们是在撒谎。

因此，如果你犯了错误，迅速减少损失是关键？

是的，减少损失是关键。

这不是人类的天性。他们在产生亏损时，想继续持有而不是卖出。

确实是这样。我觉得不知什么原因价值型投资者证实了这样的事实，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即他们以低于平均价格(average down)买进。对我来说,这是致命的。你能够做的最糟糕的事就是以低于平均价格买进。我喜欢以高于平均价格(average up)买进,因为大多数时候,事情看起来非常好。因此我与价值型投资者不同。

你熟悉芝加哥的理查德・德里豪斯——动能投资之父——吗?在高点买入,以更高的价格卖出?

是的,但是他在某些时点过于吹捧这一思路。

他在 2001 年和 2002 年吹捧这一思路,因为他在技术股下跌时持有大量的技术股票,他投入了更多的资金买入技术股,随后技术股再次下跌。

他应该汲取的教训是:你确实非常聪明,但是从来不要忘记进行适当的基本面分析。如果情形已经够糟糕了,继续持有上涨的公司将会面临困境。

如果你由于宏观原因不喜欢某一行业,你会真的卖掉之前买入的该行业的好股票吗?

我几乎没有进入自己不想进入的行业。技术股是个例子。确实有很多好的技术公司。这有很多原因。我一开始就一直认为技术股非常脆弱。其次,我确实相信自己的判断,对我来说发生了有趣的事情。商品过去是所谓的周期性股票,没有增长,近 20 年都在下跌,因为我们处于这么长的熊市中间。每个人都在讨论技术股是成长型股票。现在我认为你看到的是相反的情形。商品是稀缺的,因为很难替代它们,你会有越来越多的定价权。获得了定价权,你就会获得收益、现金流等。技术公司变得越来越商品化。当然,有一段时间这些公司也会赚很多钱,但是时间范围在缩小。因此,从这个观点来看,技术有很大的风险。我的意思是,你已经在平板电视上看到了这一趋势,我在几年前用 10 000 美元——最高点——买了富士通电视,我付出的价格太高了。现在它只有 3 000 美元。现在再看能源。当你消费能源时,很难替换它们。对我来说,世界的转变形势是不寻常的。

对于技术股,你能够做很多成交量,但是你的利润在迅速降低。

是的,确实是这样。就像价格只是一降再降一样。仍然有公司能够维持其竞争优势,但是只会维持相对较短的一段时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显然，在过去几年里，你在商品上赚了很多钱。在20世纪70～90年代你是怎么投资商品的呢？观察你如何随着时间的推移投资商品是有趣的。

我在加拿大唯一一次买入一些技术股是因为北电网络占指数的权重为30%。如果我说自己从来没有买入北电网络，我就是在向你撒谎。我确实买过北电网络。我认为我们没有亏损，但是亏损也许从来不会超过组合的4%或5%。考虑多伦多股票交易所(TSE)，我们现在的配股比例仍然是低的。在那个时期，我认为我们确实买入了天弘(Celesticas)和3～4家加拿大公司的股票，我们赚了很多钱。我在那个时期买入了一些技术股，但是在此之前在伦敦人寿，我买入的技术股非常少。

你在20世纪90年代初是怎么赚钱的呢？

我们有一些增长非常强劲的公司。罗布劳(Loblaws)是一家成长型公司。加拿大轮胎(Canadian Tire)是一家成长型公司。在某种程度上，银行也处于成长期，它们显示出一些好的增长迹象。像金融集团、电力公司(Power Corp)和一些共同基金公司也是成长型公司，我们重仓投资这些公司。

20世纪80年代加拿大有哪些成长型公司？你还记得这些公司的名字吗？

汤姆森(Thomson)是一家成长型公司。风云变幻，摩尔公司(Moore Corp)也成了一家成长型公司。

我认为20世纪70年代的加拿大市场70%是资源类公司。

在20世纪70年代确实是这样。我实际上从1981年才开始拥有基金。当然，我是这个市场的学生，其他人也是。我告诉你，那是让人害怕的年份。当时加拿大的利率上涨到了18%，债券的利率也是18%。

在那些年你如何靠股票赚钱？这很难的。当你买入债券可以获得18%的利息时，你为什么要投资股票呢？

因此我想我在1981年进入股市是幸运的，当时很多糟糕的情形已经过去了。但是，你知道，那还是有波动的时期，当时我们经历了1987年的股票市场崩盘和其他情形。在上面这一时期，我做得都非常好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你还记得过去几年中你在哪只股票上获得的利润最大吗?

最近?

是的,或者是从一开始到现在。给你留下印象最深刻的那只股票?

哦,我们有一些——我做过一些辉煌的交易。我不得不回顾一下,进行认真的思考。是哪只股票?不是金罗斯[1](Kinross),我的天。这些家伙在西北的一个矿场——回声湾(Echo Bay)——投入生产。回声湾上涨到了19美元。这是该股票的最高点,我卖出了几百万股。因此按照收益的百分比衡量,这是我做过的一些辉煌的交易。顺便说一下,我认为自己擅长做这样的交易,并不是很多的基金经理都擅长做这样的交易。一些交易进行的时机非常好。因此,就股票来说,收益最大的——最近,当然——都是资源类股票。我以3美元的价格买入第一量子矿业公司(First Quantum),其价格最终达到60美元,但是我要告诉你,我大部分股票的卖出价格是28美元、30美元。我非常高兴,但是有时我们确实卖得早了。

帕拉丁(Paladin)?

当然,帕拉丁也是这种情形。我们在0.3美元买入,在9美元卖出。在一些大的基金中,你不能买入新兴的小公司的股票(emerging type stock)。一旦帕拉丁的价格达到合理的1美元或其他价位,我就卖出,因此我得到了短期内增长4倍或5倍的股票。如果你与其他基金交谈,我们有很多短期内增长5倍、6倍、7倍的股票,但是这些股票都是新兴公司。伊奎诺斯(Equinox)是另外一个例子,你知道。我们在0.6美元买入,现在其价格是4美元。

还有普罗非科(Profico)。我们很早就买入了这些股票。

不错,好极了。你犯过的最大的错误并使你亏钱最多的是买入哪只股票?你从中汲取了哪些教训?

哦,有很多这样的错误。最近最大的错误是买入博彩公司和煤炭公司。

大加拿大人博彩公司(Great Canadian)?

---

[1] 北美第三大金矿开采公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是，是同一类公司。买入大卡什区煤炭公司(Grande Cache Coal)是一个大的错误，我们犯的错误是没有见管理层。我们对该地区很兴奋有很好的原因。它们有良好的基础设施，任何条件都基本具备了。但是我看管理层不能让人信任。他们非常糟糕，因此我在这只股票上亏了很多钱。整件事让我吃了苦头。这部分是愚蠢，部分是没有适当地做好准备工作。你知道，我们确实有些忘乎所以。

[自从采访以来，大卡什区煤炭公司由于所在板块的基本面利好而再次反弹。]

我猜这是获取经验的过程。你做股票 30 年了，这意味着你也许犯的错误要多于做了 5 年股票的一些人，这也意味着你汲取了很多教训。

教训是，这些公司背后的人非常重要，尤其是年轻的公司。如果管理层缺乏管理能力，买入其管理的公司就要受损。回到盈利高的股票：惠顿(Wheaton)——惠顿白银(Silver Wheaton)之前的名称。

惠顿白银？

是的，惠顿白银。因此，它们对我们来说都是短期内增长 5 倍、10 倍的股票。我们买入得早，因为我们对这一领域有信心。我们在石油储备公司上的盈利非常好，购买卡梅科(Cameco)的股票取得了巨大成功。

我记得卡梅科多年来一直萎靡不振，人们说这家公司和业务非常糟糕。你知道，加拿大钾盐公司也是难兄难弟。现在我们谈论了很多宏观经济方面的内容，但是对特定的股票，当你看一只股票时，你在寻找该股票的哪些特征？

如果你在我们的组合中做宽客(quant)[1]，我们想让组合显示出与总体市场相比非常高的收益增长。目前，该组合从今年到下一年的收益增长大约是 25%～30%。我们想确保组合中的股票持续显示出收益增长动能。因此，我们考察季度收益。我们想确保季度收益不会让我们沮丧，因为季度收益是我们最关心的。通常，如果你持有这样一只股票，你不得不保持谨

[1] 这个怪异的名称源自华尔街，是那些受过严格训练的金融工程师的代名词。20 世纪 70 年代，大批物理学家和应用数学家涌入华尔街，他们以数学模型分析金融市场，因此被冠以“宽客”的称号。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慎，确保不会出现更多类似的股票，一旦出现了类似的股票，手中持有的股票就不会胜出。因此，我们的组合经常有高的收益增长。组合的收益和现金流看来非常强。

由于这个原因我不会持有谷歌(Google)。如果你买入一只股票——定价非常完美的高成长股票——你知道你将会亏钱。也许不是在3个月内就是在6个月内亏钱，这只需要一些小部分的负面新闻。

对的，你看到一只股票有50%的收益增长，该股票价格下跌幅度很大。这是因为市场期待70%的收益增长。

如果交易的价格是收益的10倍，我认为其价格不会跌得太猛。随后也许我们会买入更多。

你在选择采矿类股票或石油和天然气股票时不得不改变自己的参数吗？

对新兴公司来说，这经常是很难解释的，因为我曾经买入没有任何收益的公司。我们唯一能够解释的就是，我们对它们的未来充满信心。FNX就是一个例子。它们现在在安大略萨德伯里(Sudbury)拥有1 800万～2 000万吨的储备。该公司有巨大的利润边际，你计算后会发现，其利润是让人难以置信的。当然，当所有这一切都发生后，你的收益只会直线上涨。这是预测的部分结果。我们对这样的结果充满自信，愿意为此冒险。尽管这并不是100%符合我们的增长标准——意味着我们不得不拥有收益。这不意味着你不得不现在拥有收益。这是我们对此的解释。这并不必然意味着其不得不现在就有收益，但是其将来会有收益。

我想讨论特殊的领域，你认为我们将处于持续18年的商品超级周期中吗？

我们将处于这样的超级周期中。这不意味着我们不会进行纠正。市场不总是倾向于延长自己的周期。这将会引发诸多的恐慌。人们会关注商品价格在某处正在下降的细微信号，这会引发市场的一些混乱。除此之外，基本趋势还是非常强的。我们处于对很多商品的需求远大于供给的环境，因此你可以称之为超级周期。

当你回头看历史时会发现，这样的情形发生了很多次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的，但是时间上有超前和滞后。这是因为分析师需要花一段时间才能意识到石油价格将处于高位。直到一两年前，他们还在使用 25 或 30 美元的石油，现在也许石油价格还会上涨到更高的价位。至于金属，其价格依然低于现货价格(spot price)。因此，你会看到金属价格的上涨带来越来越多的收益。因此，只要这种情形发生，成长型投资经理将会从中获得更多的收益。

我经常发现一个有趣的现象，即分析师似乎像旅鼠(lemmings)[1]：是追随者而不是领导者。

当然，绝对是这样。

为什么他们要做旅鼠呢？我的意思是，我想象中他们是非常聪明的人。

噢，你知道什么？这和指数化是一样的。如果他们接近达成一致看法，即便这样的看法没有什么意义，他们也不会被解雇。类似的，典型的基金经理基本上是一个隐性的指数型投资者，但是好的基金经理有其自己的看法。我想，这就是我能够想到的对这一情形的解释。

让我们再次谈谈对冲基金。为什么你开始运用对冲基金，其目标是什么？

埃里克对他的对冲基金是怎么说的？你知道，我们之间的竞争很激烈。

他说，“我在 2000 年开始运营对冲基金，因为我认为我们正在进入一个大熊市，我认为自己可以通过运营对冲基金赚钱”。在这个方面，他有着完全不同的投资哲学。

很准确，确实是这样。不过，这不是我自己运营对冲基金的原因。我有着完全不同的原因。正如你所知道的，在运营共同基金时有很多投资不能做。对冲基金允许有很大的灵活性，能够让我们很早就进入有关领域，这是大基金所不允许的。我只是非常自信自己能够筹集到资金，因为我有好的业绩记录。我会告诉你，我从来没有想到我们会有这么好的业绩。这是一个短期内增长 10 倍的基金，当然，如果我不说这是我赶上所有其他投资经

[1] 旅鼠有从众、集体自杀的行为。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的一种方法，我就是不诚实的。你知道，在伦敦人寿，你从来不会得到一些独立的基金经理类似的补偿。只要我们的业绩突出，运营对冲基金就会使我们的收入迎头赶上。如果我们运营这样的基金，我们只会得到薪水。

我在承担更大的风险以获得更高的回报。你知道，事实上，对波动的每一个增量单位的变化，都会带来回报的直线增长。波动性很大，但是回报的波动也会很大。你知道，这就是我们要有非常高的投资门槛的原因。这是我感到担心的地方。如果我们有好的业绩，人们就会进来投资。我们想确保投资者理解投资对冲基金需要很长时间才能带来回报。与此同时，对冲基金的业绩远远超过了我的预期。策略是相同的，除了我们在对冲基金中使用杠杆。我们买入处于风险更大阶段的公司，随后等待其成熟，正如帕拉丁一样。如果我心里没有这样的见解，我们也许就会错过这只股票。我也许会继续持有卡梅科。对冲基金允许我考察更早阶段的公司，这使我们有机会持有短期内增长 2 倍或 3 倍的股票。

你的对冲基金促使你采用能够同时提高你运营的其他基金的业绩的投资方法吗？

绝对会这样。事实上，阿历克斯·莱恩基金(Alex Lane)就是投资小盘股的基金。我接管后，其业绩与对冲基金一样好，还没有绩效费。还没有人注意到这一点，因此他们说，“你注意到这只上涨了 70%还没有绩效费的基金了吗？”没有人关注过。

现在你在管理基金中可以使用很多额外的工具。什么样的市场环境中你会使用卖空？

我不得不诚实地告诉你，我实际上是多头基金经理。无疑，如果你能够不时地管理波动，拥有卖空的能力是非常棒的。我在一些情形下进行过卖空操作。但是，我更多的把其归为多头机遇型基金。我认为卖空股票是一个截然不同的技巧。它需要截然不同的技巧组合，我不确定卖空是否能对我的总体绩效带来很大的回报。

我认为我知道这个问题的答案。你不会针对自己的多头头寸进行配对交易或卖空指数？

是的，你知道，这是一场不同的比赛。这适合不同的基金——对市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响是中性的。我不想尝试做任何事。我只是告诉人们,“听着,这是一只机会驱动型基金;因此投资该基金是有风险的”。因此,如果你想投资该基金3年,只要投资你总资产的10%,就会是一件非常美妙的事情。我知道有时候我们不得不管理市场的波动,我不想改变太多。除此之外,我认为该基金仍然是机会驱动型多头基金。

在你的报告中你多次提到你在着眼于降低基金的波动。我希望你不要这样做,因为你需要为此放弃回报,对吧?

是的,希望不会没有回报。

我认为你通过遵循一定的流程仍然会经常降低波动。我们卖出的第一条纪律就是,如果你错了,尽早承担损失,但是我们仍然可以做得更好。我们经常努力在这个平衡上有所改进。

我不是一个非常迷信统计分析的人,但是你的报告中说你的 R^2 是0.49。这意味着你的回报只有一半归功于市场,另外一半归功于你的选股能力。

是的,我们在创造更大的阿尔法[1]。当我们购买FNX时,创造的就是所有的阿尔法。这与市场没有任何关系或很少有关系。

你最近在动态电力对冲基金中犯的最大的错误是什么?

在动态电力对冲基金,我们涉足了互联网博彩业。幸运的是,投资金额不大,但是我们基本上投资的钱都亏损了,因为政府改变了规则。我对那个公司寄予了很多希望。运营该公司的人非常聪明,他们来自美国。这次投资是一场灾难。

你在动态电力对冲基金中持有多少只股票?我想集中程度很高。

是的,它经常是集中持股的。我想,最高的20只股票基本上可以解释基金的业绩。

---

〔1〕阿尔法是一个用来衡量资产组合的“剩余收益”或者说“相对收益”的回报率。国外衡量一个基金经理的能力时是看阿尔法,而不是绝对的回报率。阿尔法的概念来自资本资产定价模型,按照资本资产定价模型,$r=\beta\times$基准资产回报率$+\alpha$。也就是说,任何一个资产组合的回报率都可以分解为两部分。一部分来自于基准资产的回报率。这个基准资产一般来说就是指数的回报率。这部分利润是通过承担市场风险来获取的,可以简单地通过对指数基金的组合来获取。而 α 就是剩下的利润。这部分才是考验一个资产组合是否有价值、这个资产组合的管理人是否聪明的标准。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合集中投资小盘股，流动性是非常重要的。当其流动性停止时，通常停止的速度非常快，没有人为的报价。

是的，流动性也是双刃剑。它也能够创造泡沫。我们已经在一些市场上看到了这种泡沫。

小盘股的流动性是一种不同类型的流动性。其失去流动性的时间非常快。你看到过失去流动性的小盘股吗？你持有的股票中这样的公司百分比有多大？其流动性对你有什么影响？

我们在管理流动性上做得非常好。我们管理巨额投资小盘股的风险的一种方法就是确保我们彻底了解这些公司的基本面。例如，在2006年9月，我们持有的一只股票动力技术公司(Dynatec)，其业绩上升得很厉害，我们持有其很大一部分股票。我们做过了准备工作后，以1.40美元的价格购买了2 000万股。猜一下最终的价格走势？其价格最终涨到了5美元，因此缺乏流动性也是双刃剑。我认为如果你能适当地管理波动，就能够在我们持有的类似公司的股票上创造巨大的获利机会。我们只巨额投资我们绝对相信是大赢家的公司。伊奎诺斯是另外一个例子。股票价格下跌到1.40美元，我们是最大的卖家。其随后涨到了5美元。因此对我们来说，这就是机会。我们必须确保我们完全了解公司。我们花费大量的时间确保彻底了解我们持有其股票的公司。

市场为什么会发生这样的波动？

你接触过的很多对冲基金经理都以无念交易(trading mindlessly)来运作。一有任何坏消息，他们都在同一时间出逃。因此这就是发生波动的部分原因。但是，对像我们这样自己做准备工作的人来说，这又是一个机会。

有趣的是经济长期内的表现很好，股票市场标准则根本没有这么好。1966～1982年，美国的经济增长了4倍或5倍，但是股票市场则没有任何上涨。

这是一个非常好的问题。我认为，对这个问题的一个明显的答案是，利率和总体的通货膨胀环境使然。收益的总体环境又如何呢？经济仍然能够增长，但是如果你有非常高的通货膨胀率，且在继续走高，就像滞涨这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环境,就会出问题。股票在滞涨的环境中表现不会很好。我认为这一时期可以描述为滞涨。市场现在关心的一件事是我们也许走出了那个时期,因为我们关心商品价格给我们的启示。我会驳斥这一观点。事情不是这样的。然而,这是我们看到更多的波动的原因之一。通货膨胀率在升高,我们也许会进入同样的滞涨期。因此,我认为在那样的环境下,股票将会经历困难时期,因为市盈率将受到打压。

对的,因此市场将根据利率重新评估自身。

是的。

我觉得你相信石油的价格将处于相对高位。这是因为来自中国和印度需求的增加和供给的下降的原因?换句话说,世界石油的产量是否已经到顶,我们面对现在(日益增加的)需求无力提高生产率?

我们将可能从不同的地方生产出更多的石油。俄罗斯也许能够增加产量。沙特阿拉伯也许仍然有能力增加产量 200 万桶。在其他地区,比如美国的产量是下降的。墨西哥湾是石油产量唯一上涨的地方,但是飓风对其造成了影响。我认为底线是需求的增长速度快于供给,因此这会反映在石油的定价上。

经济学家和怀疑主义者认为供给经常会迎头赶上需求,因此石油价格处于高位只会持续一个较短的时间,随后石油价格会再次下跌。这次不一定会这样?

供给会赶上需求的,但是这取决于需要多长时间。与此同时,这会创造巨大的机会。这对我们来说越来越成为大的机会。不只是油砂的生产,而且花了 1 000 亿美元在其基础设施上。你能想象这些小公司中的一些的发展前景吗?

你曾经关注过康纳切石油和天然气公司(Connacher Oil and Gas)?

我没有买过该公司的股票,但是我对该公司有一些了解——但是我不持有该公司的股票。我持有石油生产商的股票——我持有富林特(Flint)及与其类似的公司的股票。

你认为自己的投资组合的平均换手率是多少?

在大型基金的换手率?无疑,换手率是超过平均水平的。我不会为此感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到汗颜。我知道传统型投资人想要低换手率,很多基金经理说他们的换手率不到1。我们围绕自己的核心优势进行交易,这会增加换手率。因此,我们的换手率也许会超过1。有时候会处于1～2,甚至有的时候会达到3的水平。

我猜这取决于市场。

这取决于市场,也取决于资金的流量。让人吃惊的是,对冲基金的换手率不会非常高,因为我经常有新的资金进来,因此我不会被迫卖出。在较大的基金中,我不会有类似的资金流入。在大的成熟的基金中,指望新资金进来不是那么容易的,除非你是在伦敦人寿。在伦敦人寿,我们没有这一问题。我们每个月都会有1亿美元的资金进来。因此,换手率会超过平均水平。

你谈过印度和中国——或印度和亚洲——将会随着时间的推移有巨大增长的事实。这是否意味着加拿大或澳大利亚的资源市场将会在很多方面发挥作用?

是的,对于资源来说,你是对的。但是进一步展开来说,中国和印度处于美国五六十年前的水平。例如,美国人在战后购买汽车。我们的中产阶级开始出现——称之为繁荣。这确实将会在更大的范围内发生。

因此你能够预测到这一点。印度的零售业还不发达,想象一旦他们开始启动建设零售市场会是什么效果。印度有自己的零售业,但都是夫妻老婆店,因此,一旦其整合起来,就要当心了。

沃尔玛还没有在印度开店?

还没有,但是他们正在对其进行考察。我认为印度人是非常聪明的。他们也许会先发制人。因此有很大的机会。就像你在投资很多年以前的加拿大,随后我们买入了加拿大轮胎,拥有技术的公司、健康和医药公司。

我忘记了他的名字——他被称为是印度的比尔·盖茨(Bill Gates)。他是一个非常富有的软件人才。

是的,这些家伙来自印孚瑟斯技术有限公司(Infosys)[1]。

前不久他在电视上接受过媒体的采访,媒体说印度有一家很难进入的技术学院。

---

〔1〕 印度软件巨头,又译信息系统技术公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是印度理工学院(Indian Institute of Technology,IIT)。

媒体说,“我们理解你的儿子没有被大学录取的原因。”他说,“对的,我儿子的分数不够高,没有达线。”媒体说,“你的儿子准备读哪所大学呢?”他说,“相反,他获得了麻省理工学院的全额奖学金。”他进入了麻省理工学院,但是没有考上印度理工学院。

噢,这是真的。

我的意思是,如果录取率是 1/1 000,你能够想象从这所学校出来的学生的素质。在接下来的几年里,还准备进入其他哪些行业呢?

是的,但是基础设施的机会是巨大的,当我说基础设施时,我从非常宽泛的角度使用这一术语。这可能指任何事。例如,我们持有联合技术(United Technologies),因为他们制造航空发动机,他们制造奥的斯(Otis)电梯,他们进入了冷却系统和相关行业。这些业务给予他们同时参与亚洲正在发生的情景的窗口。因此这都与基础设施相关。我们持有石油服务公司越洋(Transocean),该公司建造这些巨大的钻井平台。其订单已经接到了 10 年以后,因此他们每 3 个月涨一次价。他们起初是 1 天 10 万美元,现在是 1 天 50 万美元,而且还会涨价。这样的情形不会停止。大公司有巨额的承诺支出,无力增长。因此这就是基础设施的一部分。当然,还有公路、桥梁、机场和电厂。有很多的方法参与这些基础设施的建设。甚至我们的加拿大公司——SM——抱歉,拥有该公司的家伙……

埃森兰万灵(SNC-Lavalin)[1]。

对,是埃森兰万灵。我没有买入该公司。该公司的股票太贵了,但是它属于基础设施这一类公司。在美国,是福陆(Fluor)[2]和埃莫森(Emer-

---

〔1〕 一家大型的集工程设计、设备采购和建筑施工于一体的国际知名跨国公司,创立于 1911 年,总部设在加拿大魁北克省蒙特利尔市,是加拿大最大的工程咨询设计公司,在世界范围内也是工程咨询设计和建筑业中的佼佼者,该集团在基础设施的运营及管理领域中同样居世界领先地位。——译者注

〔2〕 美国福陆公司始创于 1912 年,是世界最大的主要从事咨询、工程、建筑等其他多种服务的公有公司之一。今天的福陆公司管理着五个超大型企业:福陆丹尼尔公司(Fluor Daniel)、福陆全球服务公司(Fluor Global Services)、A. T. 梅西煤业有限公司(Massey Coal Limited Company)、福陆国际工程承包公司、福陆信号服务公司 (Fluor Signature Services)。这些公司的所有服务将福陆公司的战略定位为,具有杰出工业技术知识和技能的全方位的服务提供者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

son)。我认为基础设施将会有很大的投资机会。存在巨大投资机会的还有替代能源，包括乙醇和铀。

过去你买入黄金股并赚过钱吗？黄金是不同的重要商品，因为它不同于珠宝，能用来做任何事，或作为财富储藏起来。如果形势变得糟糕，人们会处于恐慌状态而买入黄金。

我买入黄金股并赚过钱，但是买入的时机不是非常好。我非常善于卖出黄金。我不得不承认，我不情愿地买入了黄金股。它们的资本回报是丰厚的。现在我只是认为买入黄金股获得了适当的回报。与铜股能够带来的回报相比，不是一个档次。人们不是出于经济原因买入黄金，他们买入黄金多少是出于投资原因，或害怕和对冲通货膨胀以及对冲世界上任何其他风险。事实上，如果我们都要死了，要黄金有什么用呢？

很多时候黄金的价格上涨非常显著，但是黄金股不是这样。1987年，黄金股价值在市场下跌时下跌了25%，但是黄金的价值在上涨。因此，很多时候黄金股并不一定会给你带来他们设想的对冲作用。

我认为这只是因为有时人们不喜欢任何纸币。他们只是买入商品。随后你会看到股票价格有滞后效应。还有一些时候，黄金股的收益没有黄金价格上涨的幅度大。当黄金价格处于280美元或300美元时，这些家伙没有一个在赚钱。他们唯一能够活下去的方法是买入最好的、最高等级的黄金。现在，第一，黄金的等级降低了很多，第二，他们不得不以较高的价格买回其对冲的头寸。他们这样做很好，但这影响了他们的盈利能力。我要指出的是，黄金公司实际上很难赚钱。

他们也持有价格上涨的商品。尤其是能源？

是的，这也是一个因素。我们持有格拉姆斯黄金公司(Glamis)股票。巴里克黄金公司似乎喜欢一起联合行动。因此这看起来更加有趣，如果你认为黄金会处于800美元之上或甚至更高的价位，这些公司就会赚很多钱。

一些价值型投资经理在格拉姆斯黄金公司股票价格下跌时重仓买入。

是的，我们都在这样做。我不知道价值型投资经理为什么会认为他们是唯一在这样做的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088·期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你使用很多常识，你是机会型投资者，对吗？你曾经想过从这一行退休吗？

你知道，我已经60岁了。这是一个非常磨炼人的行业，尤其是我管理资金的方法。让人疲倦。

学完高尔夫课程后，我看到价值型投资经理都在充满乐趣地打高尔夫，而你仍在通过手机下达操盘指令。这项活动对你来说太活跃了，是吗？这给你增加了很多压力和负担。

我也许对自己要求很严格，因为我有竞争的基因。我仍然经常想做第一把交椅。经常处在第一的位置是一个压力很大的游戏。

我最近阅读了《福布斯》杂志上一篇有关世界上的亿万富翁的文字，有趣的是，这些人通常都有三个共同的特点。第一，他们都通过持有股票变得富裕起来。显然，他们中没有一个人因为购买债券而变得富裕起来。第二，他们通常年龄都比较大，除非是继承遗产，这很有意义。但是第三件事是这些人多数仍在工作，不管是西部的吉米·柏德森(Jimmy Pattison)还是比尔·盖茨。他们都对自己从事的行业充满激情。

当然。如果我不做这行，我就不会有自己将会如何做的想法。(休息)两周——也许是三周——我会说，“哇，这太好了”。我确信在此之后我就会怀念工作的状态。

我不知道你是否有过量化的标准，但是如果你能在纸上写下3条你从不打破的规则，会是哪些规则呢？你说过不会爱上股票。你预测得非常好。你迅速减少损失。你擅长把握投资时机，管理层对你持有的股票很重要。

不，它们绝对是其中的一部分。名单会很长，但这些是非常重要的先决条件。

你是否想过自己成功的关键，你成功的关键是什么？

保持谦虚，请保持谦虚。从来不要认为你已经知道全部了。也许我会说的一件事是人们努力仿效他人，但我从来不这样。我尊敬很多人——我对他们很尊敬——但是你不得不做自己的事情。有人说我在做沃伦·巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特做的事情，你不能这么说。对我来说，说你是沃伦·巴菲特，会使投资变为家庭手工业。我认为要想成功，你实际上不得不开发自己的投资方法。你不能跟随别人的投资方法。你不能复制其他人的投资方法，因为你不知道这些家伙在想什么。

在你过去35年的投资生涯中，你不是经常买入资源类股票。你认为接下来基金投资的重点是什么？是生物科技、技术还是其他领域？

我们经常对这些领域有兴趣。至于生物科技，很难找到一家真的会赚钱的公司。我们在能源和资源类公司的投资中看到了现金流，但是我们已经进行了多元化，包括动态电力对冲基金。基础设施对我们来说是一个越来越有兴趣的投资主题。2007年中，农业企业成为我们更加感兴趣的投资主题。至于资源，我们仍然认为其处于超级周期中。我认为不会缺少投资机会。我们仍非常喜欢这一投资领域。

我猜这说到点子上了，像思科系统(Cisco Systems)这样的股票在过去7年中的收益增加了1倍或2倍，然而，其股票价格仍然下跌了70%。尽管股票的未来收益增长势头很好，这只股票仍然可能是估值过高的。

至于商品，无论如何不会发生这样的情形。我们开始看到对这些公司的重新评估，因为我想人们不会再长期使用历史价格了。在这场游戏中，分析师后知后觉了，他们说只是现在提供了未来商品(如镍和铜)的价格。

当我在图森见你的时候，你就提到这一情形会发生。你说分析师正在开始调高其对商品价格的预测，这会拉升股票价格。我猜这就是商品股票价格上涨的原因。

以加拿大铝业公司(Alcan)为例，即便在被接管后经历了一波大涨，其价格仍然只是息税、折旧摊销前利润(EBITDA)的8倍。考虑到利率的情况，这些股票仍然非常便宜。

[加拿大铝业公司被证明是2007年表现最好的股票之一，被力拓(Rio Tinto)收购。]

现在，以你原籍印度的身份再次告诉我们你对印度市场的看法。

我对印度市场非常乐观。我认为印度的价值仍然没有被完全意识到。我认为未来5年，印度将会得到越来越多的关注，因为你现在看到印度开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

追赶中国。他们对自己想做的事非常坚决。

你在那里有一所非常漂亮的房子。

我现在还没有漂亮的房子。我在果阿(Goa)有一所小房子。这会成为我们的卫星办公室,如果你想这么叫的话。我认为整个地区存在的机会将会引领世界其他地区。

中国以制造业公司为主,印度以服务公司为主?

是的,印度不只是服务业,但你是对的,与中国相比,在IT方面,印度处于领先地位。他们现在扩展到一些非常有趣的领域。你看到现在几家钢铁公司进行了一些并购等。即便是在制造业,我认为你也会看到机会。因此印度的投资变得更多了。

我觉得你在2007年初将印度的头寸砍掉了一半?

是的,这更多的是出于估值的考虑。我们发现一些其他地区,如巴西更有吸引力。就我们持有的一些股票而言,我们对其的估值非常满意。但是,我们会根据最佳估值在不同的地区重新分配我们的敞口。

准确地说,你现在做的和一些人管理基金的方法一样,但是在市场下跌的时候有勇气增加杠杆是非常难的。

是的,这会导致精神紧张。你是对的。

如果可以的话,解释一下这样做的过程。

我认为对我们来说,这真的很了不起。它帮助我们管理波动和平衡风险。

在2006年5月、6月和7月,你是否增加了杠杆?

是的,我认为我们在那个时期增加了杠杆。在9月,我们确实是这么做的。我给出的一个例子是,我们买入股票时使用了杠杆。

对的。我认为你针对如何对冲方向错误时的风险做了一些计划。你能谈谈这些计划吗?

你想到的一件事是地缘政治环境。例如,考虑在纽约这样的地方发生恐怖主义袭击会如何?上帝禁止使用核装置。使用核装置的后果是毁灭性的。市场不会对这样的环境进行充分反应。如何保护你自己?这很难。至于宏观经济波动,通货膨胀也许是最大的一个因素。我们担心通货膨胀对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

农业的影响——例如食品危机。不幸的是,很多事件都是由美国错误的政策引发的。他们以任何其他物品为代价促销乙醇。他们在巴西以甘蔗的形式用半价获得了乙醇。他们不会这么做,但是他们想为农场主推广,因为这会给他们带来选票。我确信政策受到了一些决策的影响。

从玉米中提取乙醇需要用更多的能源,对吗?

需要更多的能源,并导致了其他地区的通货膨胀。这使我很担心。我担心的是中国和美国之间就贸易壁垒发生的冲突。有助于整个经济全球化的一件事是降低贸易壁垒;这会在世界各地创造很多财富。你不想让壁垒牵扯进来。这是我所担心的。我们谈论了过多的流动性及其如何在各地创造泡沫。这会导致更高的波动,因此也让我担心。

随着公司持续被剔除出指数,指数的代表性变得越来越小。再次回到卖空,你曾经卖空过印度和中国的市场吗?

我们可以卖空印度的市场。事实上,(卖空印度市场)在衍生产品市场上非常强劲且很活跃。但是我们实际上没有进行太多这样的卖空。我们更感兴趣的是长期。正如我所说的,如果我们认为其他地区相对更有吸引力,我们会降低我们的敞口。

在过去和未来,你的多数回报将来自有高增长率的小盘股。显然,你能在小公司上让自己的收益翻番,但是加拿大石油公司(Petro-Canada)在来年不会很容易地让其收益翻番。如果你看到大盘股有更高的上涨空间,你会买入大盘股吗?小盘股在特定时期的估值会变得过高。

是的,我们会卖掉小盘股。如果你看一下今天的前10位的重仓股,并与1年前进行对比,其中一些股票已经被卖出了——动力技术公司和其他一些股票被卖掉了。就帕拉丁而言,我们卖出了全部的股票。我们持有其很大的头寸,但是我们全部卖出了。我们希望看到的是,如果我在动态电力对冲基金买入一只股票并愿意承担相关的风险,我们期望得到至少50%的回报。如果我们能够在大盘股上得到类似的回报,我们也会买入。加拿大铝业公司就是一个很好的例子。

我自己不放弃的一只股票是UEX。我持有该股票很长时间了。我看到其位列你持仓的前10位。当你看其估值时,其估值高于多数铝业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的股票(就其储备的价值而言),对吗?

是这样的。但它是世界上唯一的真实储备。如果你看一下储备的等级,简直让人难以相信。它是整个阿萨巴斯卡盆地(Athabasca Basin)的一部分。还会发现更多的储备。还有与阿海珐(AREVA)[1]和卡梅科这样的公司建立的联合体,这是一个很大的计划。我认为在一些人准备尝试这么做之前,这只是一个时间问题。如果他们这么做,股票的价格将会比现在高很多。

对的。我猜与能源金属(Energy Metals)和其他一些在近期生产的公司相比,他们从地下获得任何铀之前,还要有几年的时间。如果铀的价格在未来5年下跌很多,这就有风险。还有对股票重新进行估值的风险。

是的,没错。与UEX相关的是,即便铀的价格下跌,他们也有很大的利润。其储量非常丰富且埋藏很深。我认为就生产成本而言,即便成本为20美元,仍会有很大的利润。

我认为你在2007年开始重新关注天然气股票?

是的,我们又重新关注天然气股票了。我去了卡尔加里(Calgary),考察了我感兴趣的一些公司,多数是中盘股,如普洛伊斯(Proex)和克鲁(Crew)。我们也考察了克里克公司(Kereco)。几年前我们是所有这些公司的股东。除了天然气价格下降非常厉害之外,它们是管理非常好的公司。这对它们来说是完美风暴(perfect storm)。不仅如此,价格也上涨了。我们认为这将是一个好的投资领域,这些股票随着天然气价格的复苏开始上涨了。

在过去5年里,当石油和天然气股票表现不好时,矿业股票表现很好。当矿业股票表现不好时,石油和天然气股票表现很好。如果这些股票都表现不好,黄金表现很好。

---

〔1〕 阿海珐集团是一家法国核工业公司,作为全球500强企业,阿海珐在核能源建设领域全球首屈一指。其主要业务是包括核燃料采矿、核燃料提炼和销售、核反应堆制造、废料回收(拥有回收核废料再加工销售的核心技术),此外该公司还生产用于飞机、电脑和手机等产品的电器连接器。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在资源板块，你经常有这样的投资机会，你是对的。尽管我不了解黄金。黄金是一个我稍感困惑的领域。在黄金价格上涨时，其生产商赚不到多少钱。这些生产商的收益让人失望，不像金属和一些能源公司。我认为如果你选择了一家运营让人兴奋的从事勘探工作的小公司，你的回报会不错的，因为它们会被大公司收购。因此，这就是这个领域的魅力所在。

当你考察并购时，大公司收购小公司的原因是它们发现这样比自己进行勘探要便宜得多。

是的。这也是其风险管理的一部分。它们让小公司去承担风险。一旦后者发现了矿藏，它们就会进入。它们愿意付出的代价高一点，也不愿意第一个去勘探。

你对那些对资源进行国有化的公司有什么想法？

这是我担心的一个原因，但是我相信，随着我们看到繁荣波及世界其他地区，常识会处于上风。我知道，知难行易。例如，如果我担心政治风险，我就从来不去刚果。我认为全球化将降低总体风险。

只举几个例子来说，艾凡赫(Ivanhoe)、西方勘探者公司(Western Prospector)、加拿大奥雷廉资源有限公司(Aurelian)、可汗(Khan)就遇到了类似的政治风险。

如果他们能够达成一定的协议，我也不指责政府。政府只是在走出黑暗时代[1](dark ages)。他们现在有了机会，他们想确保与外国投资达成的交易是正确的，即便是加拿大政府也是如此。正如你所看到的，自由派(Liberals)现在说，我们应该暂停外国并购。我希望这不会发生，因为我们是自由企业世界的一部分。

你最近被《股票》(*Equity*)杂志评为最佳基金经理之一。

是的，他们过来想对我进行采访。随后他们想做一些更加常见的工作。

---

〔1〕 中世纪(约395～1500年)是欧洲历史上的一个时代(主要是西欧)，由西罗马帝国灭亡开始计算，直到文艺复兴之后，极权主义抬头的时期为止。“中世纪”一词是从15世纪后期的人文主义者开始使用的。这个时期的欧洲没有一个强有力的政权来统治。封建割据带来频繁的战争，造成科技和生产力发展停滞，人民生活在毫无希望的痛苦中，所以中世纪或者中世纪的早期在欧美普遍称作“黑暗时代”，传统上认为这是欧洲文明史上发展比较缓慢的时期。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我与他们谈论了我对自然资源板块的看法。一些内容我正在这里谈论，一些则在那篇文章中说了。

还有其他让你感兴趣的吗？

在我看来，最有兴趣的是这次全球化。我们的经历中并不会经常发生这样的全球化。你看到现在有很大一部分人有机会提高他们的生活水平。这是一个罕见的现象，尤其是涉及这么多人。如果你看一下中国和世界其他地区发生的情况，这实际上才刚开始发挥作用。这将会逐渐渗透到农村和其他地区。

这是20世纪90年代人们谈论的。你买过亚洲四小龙(Asian Tigers)、印度和中国的相关股票，这些国家和地区如今不再像以前那样发展。为什么会这样？现在与以前有什么不同？

这个问题问得好。我想先谈谈亚洲四小龙。我认为中国和印度不属于这种情况，因此你要用更小的范围来看问题。我买入过马来西亚(Malaysia Tiger)和韩国(Korea)的股票，这两个国家在经历工业化阶段。事实上，韩国发展得非常好，其经济现在已经非常发达。其他的国家则更加与出口相关。我认为它们没有建立在完好基础上的一套政策。它们有巨大的经常账户赤字等。它们的货币非常脆弱，它们更加关注出口导向。现在，当我们谈论这30亿人的时候，转变是非常巨大的。这是我更感兴趣的原因。中国现在有1.3万亿美元的外汇储备。当我们崩溃后，它们没有任何储备。它们有赤字，印度也一样。因此，这是一次大逆转。

我还有一些迷惑的地方。你面临有高额成本的通货膨胀——油砂和黄金公司似乎会发生这样的情形。尽管价格高企，这些公司也不盈利。但是你从CPI的数据中看不到通货膨胀。这是因为有便宜的进口产品进来的原因吗？

是的，我认为……

这种情形不会永远持续下去？

廉价的进口产品——能够持续很长时间，但不只是因为进口。你看到生产率的显著改善，甚至在发达经济中也有改善。我的意思是，欧洲尽管商品价格高昂，增长速度非常快，通货膨胀也较低。技术是一个很大的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我们回到股票上来，我会再次提及思科。这是一家伟大的公司。该公司的收益翻番了，股票价格仍然比高点时下跌了70%。因此，你看待股票的重要因素是公司的价格与增长率的相对情况吗？

是的，你不得不经常这样。你提到了思科，我猜是因为它是纳斯达克泡沫的一部分。

是的，我提到了思科，只是因为它仍然是一家好公司。

是的，纳斯达克也许需要再花10年才能达到2001年的水平，因为其泡沫太大了。当你经历泡沫时，这样的情形经常会发生。因为问题是，我们准备好在其他领域再次经历另外一个泡沫吗？对这个问题的回答是既肯定又否定。我们也许在房地产板块经历了泡沫。我们经历了4年的大繁荣，现在它在自我纠正。它最终会脱离危险的境地，尽管类似于英国发生的情形。如果利率上涨到10%，情形就不同了。

因此你在未来几年中看不到滞涨。

我认为中央银行更有可能不得不管理增长。

中国将如何处理其1.3万亿美元的外汇储备？

他们说他们将购买股票。因此这是一件好事。

不错，提高中国的黄金储备如何？

我想他们会这么做的。这看起来像他们想买入油砂的策略。他们也想买入商品等诸如此类的东西。这似乎是他们买入的重点。

忘记石油顶峰论，看起来石油价格会维持高位一段时间，因为与需求相比，没有发现任何新的石油储备。你还看到什么了吗？

中国将会有1亿辆小轿车，对吧？他们在非常短的时间内就有了2 000万辆小轿车。这些新增的小轿车都要烧油，而不是空气、风或其他任何东西。

乙醇或太阳能？

我认为供给不会赶上对石油的需求。

人们谈论替换石油，但是这将会用20年、25年的时间？

就市场而言，我们在20世纪80年代看到太阳能变得流行起来。没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司赚到钱,很多公司倒闭了。我不是说这是一件坏事。现在石油价格足够高,你能够再次为发展太阳能找到理由。但是靠政府补贴赚钱的领域通常是一个灾难。

你认为铀的价格会在很长一段时间持续上涨吗?

如果你在和约翰·鲍绍夫(John Borshoff)——来自帕拉丁,我对他非常尊敬——这样的家伙聊天,他认为铀的价格会很容易地涨到 250 美元。他说,"你对需求和供给没有任何想法。事实上,你看到的一些对供给的预测的影响是非常深远的"。他认为,将会有更大的失望。公用事业更感兴趣的是供给的安全。他们会告诉你,这只有我上一次看到的成本的 2%。这根本没有多大的差异。这就是你不得不对铀持看涨态度的原因,你知道吗?

谢谢你愿意牺牲自己的时间接受我的采访。

我很荣幸接受你的采访。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃里克·斯珀特

——打了全垒打



“如果你想尽早买入一只表现良好的股票，你需要证实你不是唯一一个买入该股票的人，你看到了这只股票的价值，这只股票在你买入时开始迅速上涨。其他人看到你买入了这只股票后说，‘小子，我一直在默默地等待其上涨，还有其他一些人也买了这只股票。我开始等待其上涨’。”

埃里克·斯珀特(Eric Sprott)是加拿大基金经理的翘楚。在过去25年里，即使有，也只有少数几位基金经理能够获得其能够提供的回报。从1982年以来，斯珀特管理账户(Sprott Managed Accounts)几乎每年的回报都是25%。这是一件让人惊奇的事，因为在1982年投资斯珀特管理账户10万美元，今天的价值将是4 000万美元。在同一时间内，投资10万美元购买多伦多股票交易所(TSE)的指数的价值是100万美元。你能想象当初就投资斯珀特管理账户会是什么样吗？根据埃里克的说法，有的投资者投资他的基金有15年、20年，甚至更长。“如果没有可能是几年几倍的股票，埃里克是看不上的。”斯珀特的一位资深投资组合经理说。

2005年10月，我参加并在安大略尼亚加拉大瀑布(Niagara Falls)举办的对冲基金论坛上发言。在回多伦多的路上，我走进了海湾街上的斯珀特资产管理公司(Sprott Asset Management，SAM)，并参观了他的办公室。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你第一眼看到会议接待室时，会看到“宽阔开放的空间”这样的关键词。接待室装饰着美丽的因纽特人(Inuit)石头雕像——一定值很多钱。石像打磨得非常精致，看起来效果非常好，使办公室不像只是接待室。每个房间的装饰主题都不同。一间房间的主题是七人画派(Group of Seven)[1]，其他房间的主题是其他的著名艺术家。我认为这样的装饰主题对解释办公室和工作环境是重要的，因为它透露出了很多身处其间的人及其如何思考的细节。当你走过接待室时，会看到一间非常大的开放的会议室，可以完全看清里面的细节。这是公司上午 8:15 的情景。传奇的策略会议每天上午都会举行。没错。这是加拿大一些最优秀和聪明的基金经理每个上午聚集在一起互相交换意见的地方。我经常写到的埃里克不仅是一位了不起的选股人，他还选择为其工作的人——不像其他有自己的投资风格的人，包括另外一名股票市场超级明星阿伦·杰克布(Allan Jacobs)。

某个非常整洁和时尚的角落是埃里克·斯珀特的办公室。然而，他几乎很少有时间待在办公室。他每天的大部分时间都花在了交易席位前。这使他能够全力以赴，允许他做自己最擅长的事：选择股票。这不是一个从日常交易中“进步”，并且使公司取得成功的家伙。应当承认，他对选择股票的兴趣要远远超过“运营”企业的兴趣。他需要钱吗？当然不是，他有几亿美元，但是选股仍是他的最爱。我喜欢这个可以容纳 75 名雇员的充满现代气息的房间，很高兴能够看到公司整体以“健康的身体、健康的思维”在进步。

他是职业的特许会计师，毕业于渥太华的卡尔顿大学(Carleton University)，他的资质与多数其他成功的基金经理不同。他说，会计师的背景对帮助他成为好的选股人——与阅读和理解财务报表相关——是必需的。尽管他以“宏观”理论(“macro” calls)出名，如房地产崩盘、石油顶峰论或美元贬

---

[1] “七人画派”也许是加拿大历史上最有名气的艺术团体，他们强烈不满于平庸的田园风景画，认为那不是真正的加拿大艺术风格，而加拿大苍茫的原野、辽阔的湖海、茂密的森林、高峻的雪山、蓝天和白云才是他们的艺术源泉。朴野、雄浑和热烈则是他们画风的基调，需要运用更大胆、生动、灵活、泼辣的绘画技巧和更加丰富夸张的色彩来表现。他们创立了只有加拿大那片土地才能孕育的绘画风格，是加拿大本土美术的转折点，他们向加拿大人和世界人民发送了一条信息：加拿大是有艺术的，她不是附属品，而是一个有个性的独立的国家。其成员有富兰克林·卡尔米歇尔(Franklin Carmichael)、劳伦斯·斯图尔德·哈里斯(Lawren Stewart Harris)、亚历山大·扬·杰克逊(Alexander Young Jackson)、弗朗西斯·汉斯·约翰斯顿(Francis Hans Johnston)、阿瑟·利斯麦尔(Arthur Lismer)、詹姆斯·爱德华·赫维·麦克唐纳(James Edward Hervey MacDonald)和托马斯·约翰·汤姆森(Thomas John Thomson)。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值,他说他主要是一名选股人,实际上刚开始并不关心宏观背景。随着其投资风格的演化,他发现如果他能获得一些正确的主题,将会提高自己的选股能力。

从上午雇员参与的策略会议,到现场的健身中心,到了不起的业绩,有一些重要的因素使得该公司与其他公司不同,带有一些神秘的色彩。我想知道这些重要的因素到底有哪些。在最糟糕的时候,他是否怀疑过自己的能力,在 1987 年 10 月的时候——他的很多股票都没有人要——他遇到了什么情况。在 1987 年 10 月 20 日,他求助于安妮・斯珀克(Anne Spork)——从一开始就是公司的一分子,说“我们要完了”。然而,其股票重新获得了报价,他当年的回报是 20%。

公司在 2000 年的时候相对较小,当时他们管理大约 2 亿美元的资金。随后熊市来了,开始运营对冲基金,在接下来的几年中,斯珀特是世界上对冲基金中业绩记录最好的。管理的资产猛涨,雇用 J. F. 塔迪夫(J. F. Tardif)为投资组合经理。就他自身的业绩而言,他自己的风险调整报酬率超过了其他多数对冲基金经理。公司的资产在随后的 5 年里上涨到超过 60 亿美元,使投资策略发生了一些变化。

我的很多采访第一次都是在温哥华四季酒店(Four Seasons)的大舞厅进行的,刚好在埃里克・斯珀特与 150 名金融顾问谈论其远景前进行。当他们开始准备下午活动用的酒水时,我们就坐在桌子旁边。由于背景很嘈杂,我们决定拿着装满水的杯子搬到舞厅里一个安静的地方。他是一个善于讲故事的人,不时地使用多彩的语言,如“让我的头脑受到冲击”,来说明其职业生涯中不同时刻的股票头寸。当我问他成功的秘诀时,他的回答很简单,“在其他人采取行动前我看清形势,我只要把点连接起来就可以了”。在接下来的几年里,我开始变得非常熟悉几乎所有的“埃里克最大的问题”,他的旗舰斯珀特加拿大人股票型基金(Sprott Canadian Equity Fund)由于“波动性”被评级机构下调评级,尽管其在过去的 10 年里年平均回报率是 28%。这样的结果我也感到可笑,埃里克开始证明自己。在 10 年里,他以每 12 个月基金的回报来看基金单位持有人的净值,有几次 12 个月这样的周期中是下降的。你瞧,在 2008 年初,在 160 个滚动周期里,基金只有 12 次是下降的,而 TSX 成分指数有 33 次是下降的。我知道他郁闷的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最好的读物之一是登录 www.sprott.com 阅读埃里克的报告《市场一瞥》(*Markets at a Glance*)。这些报告是我曾经见过的最有洞见的报告，包括 2000 年 3 月 9 日科技股泡沫即将破灭的观点，或 2004 年关于铀的文字，或当石油价格处于 35 美元每桶时，他在 2004 年关于石油顶峰论的文章。在接下来的几年里，他最重要的投资主题是什么？你最好阅读以下的采访资料。

鲍勃：在个人背景方面——我认为这是非常重要的一部分——你家庭的背景如何？你的父亲、母亲或其他家庭成员投资股票吗？

埃里克：不是这样的。我的母亲当然和投资股票没有任何关系。我的父亲在税务部门工作。他来自多伦多，拥有商科学位(Bachelor of Commerce, B. Comm)，他对股票感兴趣，也许在我十几岁的时候就投资股票。因此，我对股票感兴趣。我自然受到了父亲的一些影响，当我加入这行时，我们就说了很多关于投资的事情。因此，我会说父亲的影响对我是很大的。

你有特许会计师资格，对吗？

是的。

你计划成为一名会计？

当我从大学毕业时，有两个地方我想去，一个是金融企业、投资企业，另外一个是房地产经纪公司这样的公司。我想特许会计师也许是进入金融企业的一张门票，因此这是我拥有特许会计师资格的原因。

特许会计师在企业中对你有帮助吗？

是的，帮助很大。

是这样吗？

帮助很大。我认为对财务报表感到舒服是非常重要的。你知道，想让自己真的能够探究很少的几件事——知道一些重要的事也许没有被披露——是非常重要的，因为很多人能够看财务报表，但是他们没有真的弄清楚报表各个组成部分的确切含义。很多时候，如果真的有问题，你需要看三张报表来弄清楚一个问题。因此，我认为特许会计师资格对我的帮助是无法估计的。

我猜下一步你想成为机构经纪人，对吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我进入了美林的研究部门。我得到这份工作的原因是我的一个朋友在这个部门工作,我已经对股票表现出了很大的兴趣。在那些日子里,我在买卖股票,进行投资。我当时是二十四五岁,美林的研究部想要一名程序员为其工作。我夏天的时候为 IBM 工作,在渥太华的 IBM 数据中心担任程序员。因此对我来说进入美林并担任程序员是个完美的结合。最初我的工作是 90%的编程和 10%的研究,迅速变成 90%的研究和 10%的编程。在那个时候的多数数据都是"垃圾进,垃圾出"(garbage in, garbage out),因此你不能得出任何有益的结论。

你还记得你为自己买的第一只股票吗?不是用管理的资金买的股票,而是用你自己的钱买的股票?

我记得我是在 18 岁时买的第一只股票。该股票是加拿大基利(Canadian Keeley)。我认为其交易价格在 0.15 美元。这是一次可笑的投资。

你损失了你所有的钱?

不是,我认为我们没有亏掉所有的钱,但是我确信我们没有赚钱。

因此随后你从卖方转到了买方。

我从美林的研究部走出来,成为美林收购的皇家证券(Royal Securities)的销售人员。我用了 1 年半的时间做机构销售工作,随后在 1970 年回到了罗文·翁达杰(Loewen Ondaatje)。我在那里工作了大约 10 年,随后在 1981 年开始创立斯珀特证券(Sprott Securities)。因此,在我入了这一行后,大约有 1 年半的时间是在做机构销售工作。有一年半的时间我是在做研究。

现在,你的一位助手告诉我你开始创立斯珀特证券时,你有 5 万美元。一些人给了你 5 万美元,此外还有一名律师和会计师给你投资。这些投资的最终业绩如何?

不是这样的,我认为她也许是指当我开始以个人投资者起步的时候,我从个人那里借了 5 万美元,使用这些钱作为我进入投资企业的资助。

当我开始创立斯珀特证券时,我拥有的资金远超出了这个数。我当时也许有价值 50 万美元的资金,因此,我完全不是以小额资金起家的。

当我走进你的办公室时,发现它很漂亮。告诉我们一些关于土著人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雕塑和艺术品的信息。

好的。首先，我是色盲，因而我没有任何艺术概念[笑了]。因此当我购买时，我说，"你知道，因纽特艺术品是有趣的"。它的造型很多，颜色多彩。我不能告诉你是什么颜色，但是很多方面它只是我们土著人的造型和历史表现。我想，这样的艺术品与加拿大经纪公司的工作相吻合，因此我们收集了这些艺术品。每次我们做包销的时候我常常会做一件事，即购买一件因纽特雕塑，这一习惯直到 1993 年，当时我们做了大约 55 笔包销业务。包销工作太多了，因此我停止购买因纽特雕塑。

你有一间与七人画派不同的艺术家的特别房间吗？

我们有一间房间专门放诺娃尔·墨里塞奥(Norval Morrisseau)[1]的作品，主会议室专门放阿力克斯·科尔维尔(Alex Colville)[2]的作品。我们在斯珀特资产管理公司还有一个房间——我们称之为加拿大人房间，该房间放置七人画派和其他人的作品。我们努力使房间有一些主题。我们有酋长室，在这个房间里我们放置有 19 世纪中期以来加拿大艺术家关于土著酋长的画作。

我发现这很有趣。你的交易席位放在交易员边上。

当我坐在交易席位上时，是这样的。我每天的大多数时间也许是这样

---

〔1〕 加拿大著名画家，先驱运动的创始人。墨里塞奥最初投身绘画的故事就充满了神奇色彩。据传说他本人原来不懂任何绘画，直到 1959 年他头脑中"感召"到了一种启示，才开始创作。他成为了现代印第安土著人第一个艺术家，冲破部落规定的传统界线，用设计图纸似的条纹构图，开创了一种独特的绘画艺术，向白人社会展示奥吉部瓦人的文化、灵魂和生活。莫里桑最初创作时只有桦树皮，但他觉得他是"被挑选"来用某种"文件"形式来继续和传播他所属的濒临消失的奥吉部瓦部落的文化传统和生命力。1962 年一位多伦多画商从墨里塞奥那里购买了 42 幅作品，回多伦多后 24 小时之内，这些画就被抢购一空。他成为加拿大艺术界重要的人物之一，不过在他一生都在与酒瘾作斗争，特别是在他患上帕金森症之后一直想戒酒，但是最终还是于 2007 年 12 月去世。墨里塞奥一生的作品超过 1 万件，是一个多产的画家。——译者注

〔2〕 阿力克斯·科尔维尔是加拿大仍然健在的最著名的画家之一。科尔维尔 1920 年出生于多伦多，曾在蒙特爱立森大学(Mount Allison)学习美术，1942 年毕业并结婚、入伍，1944 年作为官方战地画家赴海外记录了他对第二次世界大战的印象。战后，科尔维尔回到蒙特爱立森大学教授绘画和艺术史。这期间他创立了自己的风格——充满超现实主义和象征主义元素的现实主义。1963 年，他离开大学开始全职绘画生涯。从 20 世纪 50 年代起，加拿大国家美术馆开始收藏科尔维尔的作品，但直到 1969～1970 年他在汉诺威和伦敦举办展览才获得商业上的成功。从那以后，科尔维尔的作品在世界各地展出，并被各大美术馆和私人收藏家购买。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度过的。

为什么呢？这样你不会感到在办公室被隔离了？

我多数最认真的工作也许不是在办公室完成的。我在办公室要开很多会，因此我不是全天都坐在交易席位上，但是如果你走出交易席位、观察市场等，就会有你说的那种被隔离的感觉。我不是一个好的管理者，因此我不会举行企业将走向何方、宏伟计划或任何诸如此类的会议。我喜欢花时间来研究市场。

你的家人——你的孩子多大了？

我有两个女儿，一个30岁，一个33岁。

因此你要找时间来平衡家庭与企业的矛盾？[笑了]

我似乎是这么做的，尽管她们也许会说我没有用足够的时间来陪他们，她们也许是对的。[笑了]

你读的是卡尔顿大学，对吗？

是的。

因此，你为什么一开始要成立斯珀特证券呢？你看到行业内有成立这样一家公司的需求了吗？

我认为我创立斯珀特证券的原因是我在罗文·翁达杰有些失去位置了。你知道，当时我想让他们做包销业务时更激进一些，他们似乎不愿意这样做，我想我们不得不决定我们在一定程度上分手。我想我可以自己这样做。

我想开始时只有你和安妮·斯珀克，对吗？

是的，当时有我、安妮和洛恩·格雷厄姆(Lorne Graham)。

1987年10月的黑色星期一发生了什么事呢？

10月20日，星期二，多伦多最终确定我们在前天崩盘了。当时是星期二，多伦多市场单边下跌，没有任何买盘，我请安妮进入我的房间，我们盯着屏幕，上午10:30，我说，“天哪，如果这样的情形持续下去，我们就破产了”。[笑了]当时是一个非常短暂的时刻，对的，因为几乎任何股票都没有买盘，因此15美元的股票也许只能卖3美元或类似的价格。当天收盘时，其价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许会涨到 11 美元。

[笑了]在 2000 年,你管理着大约 2 亿美元。管理这样规模的资金要实现增长都有一些困难?

没那么难。你知道,从来没有那么难。我们经常多关注一下我们的多头头寸,我们运营着很多资金,我们不得不及时明确这是否会影响我们。我经常说如果这影响到我们,我们就不得不采取一些措施来降低影响。我仍然认为理论上你能够挑选出会创造超过平均收益的股票。我们的股票型基金在过去的这么多年确实做到了。但是即便是我们的对冲基金——它们运行得很好,你知道,也战胜了指数。

确实战胜了指数。因此有趣的是如何与散户(retail crowd)一起合作呢?你注意到没有,当你的业绩落后时,你得不到任何资金,当你的业绩很好时,资金会源源不断地进来?

是的,没有问题。事实上,你也许甚至会说如果你的业绩落后了,资金会流出。

我会说也许最让我失望的是当你做得很好,但是理论上短时间内做得不好时,人们不愿意坚持与你在一起。但是短期不是一个很好的衡量指标。实际上长期是更好的衡量指标。

确实如此,人们进行长期投资,看每月的投资收益,这真的很不幸。

我们有时会展示一张这样的图标——说明我们从 1982 年开始到现在的业绩。我想说的是,你知道,如果你开始时用 10 万美元投资,现在的价值有些让人不敢相信,我甚至都不想说……

将会是 4 000 万美元。

但这是我让一些人坚持下来的结果。我想我有一些投资者坚持下来了。

这是一个问题。你有一些坚持长期投资于你的客户吗?

当然,我们有一些坚持投资了 15 年和 20 年的客户。

真的吗?

是的,他们都做得非常好。即便当你有一段时间做得不好,他们也在担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心。天哪，一些人初始投资为 5 万美元，现在的价值是 300 万美元。他们在 3 个月的时间里亏了 30 万美元，就撤资了。你知道结果如何了。

他一向聪明，但是这个月变得愚蠢了，对吗？他下个月会再次变得聪明起来。[笑了]

确实如此。我曾经就这种情况问自己："你失去它了吗？"

这很有趣，你在 2000 年雇用了 J. F. 塔迪夫，对吗？为什么？

是在 2000 年吗？

或者是 2001 年。能够深入谈一下你在他身上看到了哪些特殊的技能吗？

是这样的，他有伟大的技能。他是一位寻求创意者。他在寻找创意，我经常认为我们所有的研究人员在某种程度上都是寻求并收集创意的人员。每天都有新的事情发生，你注意到一些重要的事，它将改变我们的走向。我会说简·弗朗西斯(Jean Francois)非常擅长这样做。他喜欢看发布的新闻和中报以及类似的东西，因此，他能够挑选出正在变好的事——这是我们的企业不得不做的事。

约翰·邓普顿甚至说，"如果你使用与 20 年前一样的做事方法，你就不会再做对事"。

看待事物的方法经常发生变好，对吗？看待事物的方法一直是不同的，确实是这样。我的意思是在 20 世纪 70 年代，有一段时间我们都盯着货币供给。现在，我的意思是，如果人们看货币供给，他们会焦虑不安。

你每天上午 8:15 开会。这是一个策略会议吗？

这是一个把复杂麻烦的事情快速解决的会议。基本上是对房间里的所有人说的，"你今天如何做才能与往日不同，这样对我们看待事物的方法是有意义的"。我们在今天上午开完会后，我确信一些人会讨论汽车销售额、零售额、能源市场发生的事情、正在变化的事情或理论上确定我们将购买什么股票的事情。也许讨论的是交易环境将发生的变化。你只是从来不知道将会发生什么问题，对吗？

我喜欢你们员工的健身房。这个主意是你想出来的吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们中的一些人认为这个主意不错。我在这里的时候每周都使用它。

健康的身体、健康的思维，对吗？你的一些雇员一直使用它吗？

是的。

艾达(Ida)让我在办公室旅行。

是的，她比我更痴迷于训练。

现在谈谈投资策略。我认为按照之前你说的，你认为自己是一个价值投资者。

现在我甚至使用这一术语特指胆小的投资者，例如，我们购买我们认为非常便宜的股票。因此如果一些人跟我们说，你知道，一只价格是其收益的20倍、将会增长20%的股票，我们对这个没有多大的兴趣。我的意思是，我们实际上喜欢寻找购买价格是收益的1倍，收益两年就会翻番的股票，除非人们不知道其收益将会在两年翻番。你知道，这只股票真的很便宜，因为我们看到了将来的走势，并知道何时会出结果，每个人都将会意识到它有多么便宜。我可以给你一个例子。我们购买飓风碳氢化合物有限责任公司(Hurricane Hydrocarbons)[1]时其价格是6美元，我认为，“从现在起2年内它们收益将涨6美元。我们现在可以买这只股票”。我们以1.60美元买入陶瓷防护有限公司(Ceramic Protection)。该公司来年收益将涨到1.6美元。因此只要想想当时这些股票有多便宜。你不是100%地确定，但是你足够确信自己的风险—回报是可以接受的。如果你错了，也许其价格会下跌20%，导致其无论如何都很便宜，但是如果你对了，其股票价格会上涨10倍或20倍。这是我们喜欢做的——这是我们完美的投资工具。你不会经常得到这样的股票。

这些内容使我们进入一些其他的领域。你认为自己首先是一个宏观投资者，其次才是一个选股人吗？多数宏观投资者都是非常厉害的选股人。如果我的看法是正确的，这就是你非常成功的原因，正如你在过去两方面都做得正确的情形。

我开始时是一名选股人，我对自己说，“我甚至不看市场”。实际上，我

〔1〕 哈萨克石油公司原名。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从来不看市场，我说，“如果我能够买到足够便宜的股票，就可以了”。这似乎起作用了。这只是因为我在斯珀特证券的角色的变化，我不得不多少看一些市场。随后我成为市场的一名学生。随后你意识到一些主题会延续很长时间。因此，我决定关注这些主题，明确现在有哪些投资主题，并努力研究适合这些主题的股票。即便你明确了主题，选股还是最重要的。选股就是一切。

我计算过斯珀特管理账户与 TSX 的年度相关，相关系数为 0.25，我发现这一成绩非常了不起。

我不知道具体的相关系数，相关的假设是什么？[笑了]

普通基金是 1，对吗？

是的，我想是这样。

你没有雇用经济学家来监测宏观环境？我认为你有一些常识来了解宏观环境，对吗？

我们是经济学家。我认为你不需要经济学家来了解经济中正在发生的情形。我认为经济学家没有任何神奇的公式，不是吗？看看他们预测区间有多么适中就可以了。如果 GDP 的增长率是 3%，最低的预测就是 2%，最好的预测就是 4%。不管预测是 3%、2%还是 4%，实际上对你的业绩没有任何影响。因此我们没有雇佣经济学家。喜欢雇佣经济学家的家伙也许是因为他们可以增加组织的知名度。你知道，“我们拥有自己的经济学家”。这对我没有任何意义。

在你管理的账户中，只做多的业绩非常好，是吗？

是的，只做多。

你是否曾经根本不变现？

是的。我不知道我们最多需要多少现金。这是一个好问题。我确切地知道偶然最高为 35%，这是不久前的情形。我不知道还有比这更高的。如果我们关注投资，我们会得到非常多的现金。

也许还有一个问题需要花三个小时才能回答，但是你如何开发出了自己的宏观投资哲学？当你看一个特定的主题时，你从什么地方开始？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你不得不阅读大量的资料，不是吗？我们从很多专家那里阅读了非常多的报告，无论是摩根士丹利的史蒂芬·罗奇(Stephen Roach)还是满银利时证券公司(BMO Nesbitt)的唐·考克斯(Don Coxe)。我们每周阅读20份不同经济学家——都有对经济的看法——写的报告。我们只是选择我们想要的。你阅读了所有专家的报告，你自己看所有的数据，事实上，你只能靠自己使用数据。你知道，我们和任何人一样能分析石油和天然气需求，这只是一些人发布的数据。我们可以看政府的现金流，因为数据可以得到。我们能够评估商店销售额，几乎没有什么你不能做的。

我认为也有分析数据的实际方法，这也是为什么经济学家不一定在分析数据上做得很好的原因，因为他们使用的是非常理论化的方法。这就是人们对加拿大银行的看法，其方法理论性很强，但是没有实用性。

我们与其他任何人的看法不同。我们在寻找不寻常的情况。

你主要投资中小盘股。是否因为这一类的股票有更多的无效呢？

我认为小公司存在市场无效。你能找到一家这样的公司，看起来难以置信的便宜，这是一个很美妙的故事，没有人关注到这家公司，因为多数人的雷达屏幕上没有显示这家公司。我们集中投资加拿大市场，现在随着我们的规模增长，我们不得不进入世界市场以寻找我们能够投资的小盘股。

对的，摆脱投资外国公司的限制非常好。

是的，非常棒。我们只是刚开始成立外国基金。

你看到共同基金行业有做空的迹象吗？

我喜欢做空的想法。我喜欢今天对冲基金的想法。我5年前也许会对卖空基金嗤之以鼻，但是我认为如果你身处熊市，你如何保护自己？你得卖空。

你过去的业绩多数来自资源类股票，还是组合股票？

很多人都在问这个问题。我的意思是，无疑资源类股票的贡献很大，如果商品或公司发生了重大的变化，你能够因此赚大钱。过去这段时间，我们的木材、纸浆、乙烯、钼和其他股票涨幅很大。如果你能够看到这样的形势，你很早就进入了铝、煤炭或其他资源类股票。你可以获得非常好的收益。

说得对，商品股票与基础商品，在不同的时期，表现各有千秋。我认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这也是你在自己的投资组合中加入一些金块和银块的原因。

我们持有金块更多的是出于防御的考虑。我根本不太相信纸币。我只是不相信纸币。你知道，可怜的吉米・罗杰斯(Jimmy Rogers)相信商品，但是他拿纸币四处投资[笑了]，现在他一无所有。

确实如此。

纸币具有杀伤力，但现实就是如此，不是吗？每个人都相信纸币，但是，天哪，纸币能够迅速变得一文不值。

一旦你以合适的价格买入股票，你通常持有多长时间？你的换手率有多高？

我不知道，我们的换手率不高。花一段时间等待时机成熟是一个好主意。我们的平均持有期有多长呢？我确信大约是 2 年。至少是 2 年，因为需要花时间证明你自己的判断真的发生了。

当你是价值型投资者时，这就是价值投资的本质。现在，我想知道的最重要的事是卖出。很多人说做出购买决策很容易，但是你什么时候卖出呢？

很难做出卖出决策。

也许可以给我们说一下塔瑟(Taser)的例子。

嗯，这是一个很好的卖出的例子。它的涨幅如此巨大，以致我们一直在卖出，但是我们仍然持有塔瑟很大的股票份额。随后出售了 1/4，我不记得具体是哪一个 1/4，我们认为，“出售 1/4 的股份后没有得到我们预想的好结果，因此我们准备全部售出”。但是当你和我们一样有了很大的涨幅后全部售出是容易的，不是吗？我会给你另外一个我 1 年前卖出的股票的例子。我在 50 美元的时候卖出福丁煤业(Fording Coal)，因为我有点担心冶金用煤和动力煤价格的关系，我读过该公司的季报，季报中说，“考虑到及时满足中国客户的需求，我们第四季度的运输量就是这样。”我在想，“为什么他们要在这里写这些文字呢？”我能够闻到一些重要的信息，因此这已经足够了，我卖出了该公司的股票。6 个星期后，“我们延期满足中国客户的需求”。因此，你知道，你不得不察觉一些基本面正在发生恶化的情形。

我在一次会议上与阿梅特・欧卡默斯(Ahmet Okumus)聊过。其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中不知怎么就聊起了你。“斯珀特。”他说，“我认识他，他持有塔瑟13%的股份，不是吗？”

是的，他的说法正确。

不知怎么地你突然出现在他的雷达显示屏上。现在说一下另外一个例子，比如百夫长能源(Centurion Energy)这只股票——你最初是什么时候买入的？

我们在2美元左右的时候买入百夫长能源。我忘记了具体的价格，应该是在1.8美元或类似的价位。

上涨到20美元后卖出。

我认为其上涨过快后会卖出。我们在黄金股上看到了这一情形。股票在一段时间不与大盘同步涨跌，把一些人吓出去了。因此已经涨幅巨大的股票在再次上涨前会面临很大的压力。

动能型投资者买入后迅速卖出。

或者是基本面真的显示出这样的迹象。

当资金进入一个板块后，通常首先进入大盘股？

是的，这种情况非常典型。大资金追逐大盘股的几率要大于小资金追逐小盘股的几率。

如果美国的基金经理准备投资加拿大，他们在投资其他公司前会投资加拿大能源(EnCana)。

是的，它们准备购买加拿大所有的大盘股。这一点是确定的。因此你知道，当那些石油公司的股票几乎呈抛物线走势时，就是美国的资金入市了。如果其待在市场里一段时间再离开，我们就有一些喘息的时间来决出胜负。当你真的要与人比赛时——人们不只是疯狂地买入股票，你不得不这样做。这是一个时间问题。

吉姆·克拉梅尔(Jim Cramer)喜欢加拿大能源。

是的。

你使用过技术分析吗？

我不会说不。我的意思是，我们阅读一些特定的技术分析师的报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在多大程度上依赖他们的报告呢？我的意思是，技术分析师中出色的不多，即使是出色的技术分析师也有很多误判。

俗话说，没有百战百胜的技术分析师。

是的。因此实际上很难按照其报告买入股票，因为当他们得出结论时，形势还是不确定的。

你使用技术来判断市场走势吗？

技术可以用来判断市场、个股或一组股票的走势，但我的意思是，当我看到今年市场上有多少人遭受双重损失时，“大跌(break out)即将爆发”，随后崩盘。(重组、整理后)接着开始再次上涨。噢，天哪。你知道，生活不会像在图标上标明某个重要的点位，然后说价格还会更高这么简单。

对的。否则，每个人都是亿万富翁了。

确实如此。

如果你买入一只股票，持有几个月后说，“我认为买入这只股票不是一个好主意”，该股票的价格下跌了，你会以低于平均价格卖出吗？

不会。

很多成功的投资者都尽快止损。

好股票尽早上涨，最好的股票迅速上涨。在股票上涨时你持续买入。这些是最好的股票。当你开始买入一只股票时，其开始蓄积上涨的动能，你知道你抓住了大牛股，因为不只你购买了这只股票，不是吗？

你知道自己在哪只股票上取得了最大的成功吗？

按照美元计算，也许是塔瑟，但是我们有很多取得很大成功的股票。我们投入大量资金买入一只叫博飞(Bowflex)——后成为诺德士(Nautilus)[1]——的股票。我们投资该股票取得了巨大的成功。该股票的价格从1美元涨到了100美元。我们有很多股票取得了几十倍的涨幅。我不打算说某一只股票与其他股票相比是我们最大的成功。不过，飓风碳氢化合物

〔1〕 诺德士创建于1986年，是全球健身领域最具影响力的品牌(纽约证券交易所代码：NLS)，总部位于美国华盛顿州温哥华市，是专业致力于培养人们健康的生活方式，并提供专业健身器械及相关教育培训的公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有限责任公司对我们来说是一个巨大的成功，其股票价格从6美元涨到了40美元，我们收益颇丰。

你最大的遗憾是什么？

噢，我犯了很多错误。我犯的最大的错误是在1994年卖出了精密钻井(Precision Drilling)。我买入的价格是6美元，在18美元的时候卖出。其股票价格也许会涨到1 000美元，我会赚得更多。

你在这一行从业很久了，你犯了很多错误。你从这些错误中汲取了一些教训吗？

是的，你要学会持有股票的时间要再长一些，不要迅速地卖出股票。你要学会努力更加冷静地面对股票。

股票的涨跌总是超过了你的想象。

这是最让人惊讶的事。这也是为什么卖出很难的原因。我的意思是，如果我不得不为卖出下个定义，它实际上就像一个伟大的博傻游戏。什么时候出现最后一个白痴？你怎么确定最后一个白痴会怎么做？

为了多了解一些你的业绩。从1982年以来每年的平均回报是25%左右。你在20世纪80年代中期有几年的业绩非常好。你当时是在进行主题投资吗？

我在不同的时期有不同的投资主题。你知道，有时候我们投资木材股票。我能够记得有段时间我们投资聚亚安酯和钼。我们在努发化工(NOVA Chemicals)[1]、杜邦(Dupont)和海芒特采矿公司(Highmont Mining)及其类似的神奇的公司赚了很多钱。我们还有其他成功的投资对象，其中一个是派恩波因特矿业公司(Pine Point Mines)。我们在其宣布关闭矿井后买入。我们买入的价格是8美元，以50美元的价格卖给了康民科公司(Cominco)。

1982～2000年最令人惊异的事基本上是商品最糟糕的时期，但是你发现有很多可以投资的东西。1990年，显然我们有一次衰退，当年对

[1] 努发化工起源于50多年前的加拿大阿尔伯塔天然气管道公司，1998年成为独立的化工公司，总部位于美国匹兹堡市，公司在加拿大多伦多和美国纽约证券交易所上市。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你来说也是糟糕的一年。

我们的业绩在1990年下跌了?

下跌了10%。

我不记得1990年的情形了:我不记得我们在1990年做过什么了。我只是不知道我们做了些什么。我们买入了很多赚钱的股票,在市场下跌时我们的业绩也在下跌。我的意思是,我们的痛苦时刻是……

1998年。

是的,是1998年,当时长期资本管理公司(Long Term Capital)倒闭了。没有人买小盘股。我记得非常清楚。

你经历了1987年的崩盘,但是你1987年的最后业绩是20%。

是的,我们坚持下来了。我们也许在年初做得很好。我能想象我们也许做得很好,随后,我们受到了冲击,我们只是坚持下来,最后取得了不错的业绩。

我认为回顾你的全部历史并观察你的投资哲学的变化是有趣的。在20世纪90年代初对资源来说是一个大好时代,如1992年、1993年。

你知道,也许改变最大的事是,当真的在市场上经历了最艰难的时刻后,会出现(一些美好的)时刻。在1968~1982年间,就赚钱而言,你几乎赚不到一毛钱,因为没有跨国公司(multiples)或其他大公司。我努力想起当时我们买入了米德兰沃尔温 (Midland Walwyn)[1]的股票。我认为我们是在1990年买入的。我说我们主要的投资主题过去只有收益。现在,当我们进入资源板块时,你不得不看其他方面。你以今天的收益买不到便宜的公司。你不得不预测收益,因为用计算机计算出不错的收益很容易,因此你不得不比别人领先一步。

我是领航员,他们这么称呼是因为我总是领先市场一步。随后你在1996年的收益涨到了60%,显然这是收益很好的年份之一。你当时在组合中持有Bre-X矿业公司吗?

没有。

〔1〕 加拿大最大的提供全面服务的证券公司。——译者注

PDG

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你从来没有在组合中持有过该股票吗？

尽管我们买卖该股票赚了很多钱。

有其他的原因吗？

没有，我买卖该股票赚了很多钱，但是我从来没有持有过它，我卖空它。

啊，是这样。[笑了]真的吗？

我卖空该股票。我从来没有兴趣持有该股票，因为我憎恨每个人都喜欢的东西。你知道，我认为你只是抓住了一次好的机会。随着这些人走出直升机，发布的第一份报告说，“这里有问题”，股票下跌了2美元或更多，有一天它会涨到5美元。随后我开始阅读相关的报告，因为我对那里究竟发生了什么感兴趣。我阅读的一些报告说，瞧，所有这些谷物都是圆形的。你得不到圆形的谷物——那些是冲积物。因此问题的核心被掩盖了，这是结果出来之前的情形。有一天它涨到了5美元，我说，“很好，卖空10万股”。我确实在5美元的价位卖空了，真的在3个月后该股票一文不值。我那天以0.06美元的价格买入，随后星期一股票开始上涨。

韦恩·迪恩斯说他和罗伯特·弗兰特去了布桑(Busang)[1]，他说他们认为自己将被食人族和野生动物吃掉。我想当时他说，“这实际上是一个进行诈骗的很好的地方，因为没有人会来这里；要来这里你不得不担心自己会不会命丧于此”。[笑了]

你知道我回顾Bre-X矿业公司时发现的最吸引人的地方是什么吗？所有的矿业分析师实际上都去过了。即将看到的矿体是什么呢？我认为不会发现矿体，不是吗？我真的这么认为。

不错，我们谈谈1998年，我在当年8月的时候认为TSE会下跌20%。你开始怀疑自己在做的事吗？

你经常怀疑自己在做的事，但是我认为从收益的角度看，也许我们将会

---

[1] “布桑金矿”——这个金矿不存在——的勘查，是勘查业内人人皆知的世纪勘查骗案。“布桑金矿”曾使许多矿产勘查投资者破产，也让年轻勘查公司信誉大大下降，集体蒙羞，曾让20世纪90年代末的那个矿产勘查冰期雪上加霜。这个世纪勘查骗案，促使勘查业内深刻反省了风险勘查管理的漏洞，进行了改进，坏事变好事，使2003年起的新一轮勘查高潮能得以健康发展。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有一些非常便宜的股票组成的组合。我们知道我们将安然度过此次下跌。我们不准备卖出任何这样的股票，我不记得具体的细节了，但是你知道，它们都是7～10倍收益的股票，我们不会受市场形势的影响而卖掉这些股票。幸运的是，我们只是继续持有，并坚持了下来。

你在当时失去过客户没有，或让一些投资者对形势失望？

也许。他们不能很好地应对这一形势，不是吗？

他们不能很好地应对形势。这是不行的，因为美国的普通基金在过去20年的收益是11%，这些基金的普通投资者的收益是3.3%。

真的吗？

真的，这是美国股票型基金的数据。这是不幸的，因为我一直对人们说，“谁会关心基金收取0管理费还是5%的管理费呢，投资者无论如何也赚不到钱”。[笑了]

[笑了]确实如此。

我认为从投资者的角度来看最重要的因素是行为金融学。

这些数据是让人吃惊的。我甚至不知道这些数据的意思，但是确实让人吃惊。这样的投资方式真的让人受不了。情绪确实很难控制。人们是自己最大的敌人。

在1998年，市场下跌了20%，正如你所说的，便宜的股票变得更加便宜。同样的情形也发生在2002年。你的业绩很好，但是很多像康迪尔这样的价值型基金经理的业绩也大幅下降了，因为所有的股票都变得便宜了。即便下跌的幅度是低于账面价值30%，还会下跌到低于账面价值50%。

我们在2002年的业绩不错。原因之一就是我们应对2002年的方法，我们是看空者，我们买入了在熊市时理论上会表现不错的东西。黄金只是使我们远离熊市的影响。

让我们谈谈2000～2005年的情形，因为你在只做多头的斯珀特管理账户的业绩让人惊奇，你在对冲基金的业绩也让人惊奇。至于对冲基金的业绩，你能够解释原因，因为有卖空。在2000年3月9日，你在你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的《市场一瞥》中写了一篇题为“过度投机”的文章。纳斯达克在 3 月 10 日到顶，你在文章的最后一句话说，“你知道，今年这样的情形将不会持续下去，离纳斯达克开始下跌只有几周的时间”，第二天纳斯达克就下跌了。在 1999 年 4 月，你管理的斯珀特加拿大股票型基金当月上涨 22%。我确定你不知道原因，但当年业绩的一半是在此时完成的，随后在 2000 年 2 月，你管理的基金上涨了 22%。当时你投资技术股了吗？因为在 2000 年 2 月，纳斯达克上涨了 20%。

不，我们没有买入技术股。我知道我们应该买入什么股票。我们当时买入的股票有燃料电池公司、环球热电公司(Global Thermoelectric)等。这些是我们持有的股票。我们按照收益标准衡量以 1 美元买入了这些公司。

以 1 美元买入 C. M. 奥立弗(C. M. Oliver)。我当时在为这家公司工作。

以 1 美元买入，是出于收益的考虑，它成为高科技公司后，价格上涨到 50 美元或 60 美元，我们持有该公司很多股份，因此我们在该股票上的业绩表现不错。我们应该持有其他公司的股票——会因市场的上涨而上涨，因为这些股票受到追捧或抛弃。实际上，我们也许持有一些这样的股票，我记不起来了。

我们谈论过你最大的失败，因为我认为这是重要的。

再次说一下最大的失败？

我忘记了，不管怎么说，磁带上都有的。[笑了]

这很有趣，因为有人采访我的时候说，“你谈论的都是你成功的案例，你自己亏损过吗？”我说，“我有过一些亏损！”“好呀，告诉我一些这样的案例。”“啊，我现在想不起来了。”[笑了]

这句话说得好。很多基金经理说，如果他们买入了 10 只股票，3 只股票为其所有的业绩做出了贡献。3 只股票表现很差，他们采取了止损措施，4 只股票表现一般。这样合理吗？

是的，确实如此。你知道，我喜欢彼得·林奇(Peter Lynch)的观点——你必须获得短期内上涨几倍的股票。像他一样，我们有很多股票，随后因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你买入了，你买入得越多，就会发生一些重要的变化，该股票就会变得越来越好。

这句话说得好。过去有没有一些书你真的喜欢，并要求自己的员工阅读的呢？

我喜欢他们阅读彼得·林奇的书，《选股战略》[1]（*One Up on Wall Street*）或《战胜华尔街》（*Beating the Street*）。我喜欢这两本书。我喜欢他们阅读诺曼·福斯贝克（Norman Fosback）的《股市逻辑学》（*Stock Market Logic*）。它论述了所有看股票的方法，以及哪种方法没有作用，哪种方法起作用。最后的结论是收益起作用，收益增长起作用。我能向你保证，这是真正起作用的方法。

让我们谈谈对冲基金。你为什么要在 2001 年创立对冲基金呢？是什么需要促使你做出这个决定呢？

我们已经想过要创立对冲基金，因为我们看到熊市要来了，即便当我们决定我们应该成立对冲基金，做好所有的书面工作也需要一段时间。我们也许在 2000 年 4 月或 5 月的时候决定创立对冲基金，但是我们必须要获得加拿大安大略省证券委员会（Ontario Securities Commission，OSC）的批准和雇佣好员工后才能开始创立对冲基金。做好上述工作需要一段时间。我们创立对冲基金是因为我们认为我们将处于熊市，因此我们需要在市场下跌时有一些保护。

你曾经卖空过股票吗？

我卖空过股票，但不是在运营对冲基金的时候。当我运营斯珀特证券的时候，我们卖空过股票，我的整个职业生涯中有时会卖空股票。

这很重要，因为你看到很多基金经理创立了对冲基金，前两年是困难的，因为卖空股票是一门截然不同的技术。

卖空很难，在牛市的时候卖空更难。我的意思是，最差的股票有可能涨幅最大。因此，你应该成为伟大的技术分析师，如果你准备分析做空，你就要换一种思维思考（get your clock cleaned）。

---

〔1〕 又译《彼得·林奇的成功投资》。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为这句话说得好。你现在基于股票的估值进行卖空还是基于恶化的基本面进行卖空，抑或是二者皆有？严格按照估值卖空有时候是致命的。

我会说我们使用卖空作为我们多头头寸的最后担保。因此我们会卖空流动性强的股票，我们在我们认为将会走弱的主题领域卖空，如北美的汽车股或房地美(Freddie)和房利美(Fannie)这样的金融股。它们是大盘股。这些股票也是所有我们卖空过的大盘股。你能多少看到这些公司存在的问题。我们卖空了很多金融股，我们在过去也卖空了住宅建筑商。市场代理权更多的使你试图在多头有所收获，但是你想用卖空来拯救自己。如果市场下跌 20%，我认为我们可以拯救自己。

我几年前参加过一次对冲基金论坛。你知道，在这些对冲基金论坛上，他们喜欢谈论打压市场、相关性和夏普比。随后你站起来说，“你知道，我不知道你们谈论的这些东西。我所知道的就是为人们赚钱”。也许这样的评论有点过，因为我认为在对冲基金行业有很多人在这么做。你不得不靠波动来赚一些钱。

有趣的是，基金经理过去常常说我们有太多的波动性，我说，“如果没有波动性，我们的业绩怎么能每年上涨那么多？”你不得不有波动性，因此这是件坏事？我从来没有陷入使用统计作为我卖出的机制的阵营。我的意思是，我是一个伟大的相信负贝塔的人，我认为负贝塔对我们的环境是非常重要的。

在对冲基金论坛上，我谈论了最初的阿尔弗雷德·琼斯(Alfred Jones)模式。一些人在最后问我，正如他们经常做的，“什么是一只好的对冲基金？”我说，“对冲基金应该在市场下跌时降低组合的总体波动程度”。我说，“如果你按照这个定义，斯珀特是现有的投资组合中最好的对冲基金，因为它有负的贝塔”。人们不理解这一点。他们孤立地看问题，说“它的波动太大了”。我说，“与其他组合进行对比来看这个问题，再看看你的底线的波动性”。

我非常信任对冲基金。我从来没有公开推荐人们购买我们的股票型基金，因为它的风险相对较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，让我们谈一下 2001 年和 2002 年。你在这两年的业绩一共上涨了 130%。人们认为你买入黄金和能源股，卖空技术股。

在 2001 年和 2002 年时买人的能源股不多。我们当时买入了哈萨克斯坦石油公司(PetroKazakhstan)或飓风碳氢化合物有限责任公司，但是我们没有买入很多石油股票。我们买入的多数是黄金股和处于特殊情形的股票，你知道，也许是博飞，但肯定不是塔瑟。我不知道我们当时看中的是什么样的特殊情形。我们经常似乎有一些做得不错的投资想法。

你说之前，当年终你的投资业绩涨幅那么大时，你总是很吃惊。

这很有趣。我过去常常对人们说，“当我们年终业绩出来的时候，我们看看市场上业绩前 10 名，我习惯认为我们有 2 个是前 10 名”。我们经常能够做到这样。我不知道我们怎么得到这么好的成绩。你知道，你不知怎么地找到了自己的投资方法，投资于将上涨的股票。

当时你主要卖空技术股吗?

是的，确实如此。我们卖空很多纳斯达克热门股。

这一定让你有点抓狂，因为你知道很多人都在卖空技术股。雅虎将反弹 25%。他们持续以止损离场。你卖空亏损过吗?

我们没有。

这也许就是原因。这些人很多都止损了，并以止损离场，再次卖空，再次止损离场。他们没有赚钱，因为他们在下跌时持续以止损离场。

是的。我们正好在 2000 年 3 月 9 日市场到顶前进行了卖空。到顶后我们也许进行了一些卖空，当时你知道市场将追随你的想法下跌。市场在下跌。

技术股的基本面破灭了。

每只股票都在下跌，不是吗? 我的意思是，你获得的数据告诉你，瞧，技术股不能再持有了。

你亲身经历过 1973 年和 1974 年的情形。沃伦·巴菲特在 1969 年将所有资金都返回给了投资者，因为他说他找不到有价值的股票，但是市场继续上涨了几年，尤其是漂亮 50(Nifty Fifty)股票，不是吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的。

随后，在 1973 年和 1974 年股票大幅下跌。这次股票下跌是对那次下跌的完全复制。美国市场基本上在 1998 年到顶，随后技术股是 1999 年唯一上涨的股票。接着我们就经历了 2001 年和 2002 年的大跌。当你回过头来看 1966～1982 年，市场确实没有任何上涨。你认为我们也许处于长期熊市吗?

这也是我在想的。我们认为我们将经历长期的非周期性的熊市。这是我自己的猜测。

吉姆·罗杰斯在他自己的书中说，商品牛市和股票熊市完全是彼此重叠的。换句话说，它们是高度负相关的。

嗯，也许是一个导致了另一个。

有道理。他回顾了 1933～1953 年，当时是商品牛市。即便处于大萧条，商品价格也在上涨。接着回顾了 1953～1966 年，此时股票市场是牛市，商品的表现不好。在 1966～1982 年，商品再次出现牛市，黄金涨到了 850 美元等。股票的表现糟糕。1982～2000 年是股票牛市，2000～2015年是商品牛市。

我真的没有意识到大萧条期间商品价格在上涨。商品的价格在大萧条或其他重要时期应该处于底部。我不这样认为。

确实如此。他说出了一些重要的事实。供求的巨大不平衡导致 20 年的资本投资不足。和我们现在的情形一样。

是的。

我的意思是，如果他们不得不买入谷物，如果谷物价格上涨了 10 倍，他们不能完全将价格上涨的压力转移到消费者身上，家乐氏(Kellogg's)就不会赚钱。

我猜任何事物存在实际短缺，随后商品就会因导致出现短缺的因素而上涨。我的意思是，这会杀死每个人，不是吗？导致薪水上涨的因素不能一直持续下去。

这很有趣。我记得在 2003 年召开的一次会议上，你的对冲基金就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有这个问题。我想当时你因增加空头头寸而遇到麻烦，因为市场在上涨。

2003年是这样的。我们最终不得不决定停止卖空。我们不得不这么做。卖空没有用，因此我们迅速降低了卖空的头寸。

不要与趋势为敌。[笑了]

我们对我们自己说，“我们憎恨这一想法，但是我们不得不找一些股票”。随后我们找到了这样的股票。哎，当我们用心这么想的时候，我感到震惊，“我们买入一些股票纯粹是因为我们不得不买一些股票”。此后，我们的业绩很快让人感到兴奋。

你试图让对冲基金在多头与空头头寸之间取得一定的平衡吗？

我非常注意二者之间的平衡，除非我真的在一定程度上倾向于空头或多头头寸。如果我真的认为我们处于下跌的态势中，我也许会努力降低多头的头寸。我们也努力买入与市场呈负贝塔关系的股票，这样我就不会像多数人那样对市场下跌那么担心。

希望这样做能发挥作用。

你曾经做过配对交易吗？

没有。这需要用太多的资金。

因此你的哲学主要是：我们将投资一个我们喜欢的行业或我们喜欢的主题，我们将持有多头头寸。随后我们会卖空我们不喜欢的主题。然后我们会根据我们的主题买入基本面最好的股票？

你提到了房地产。我们卖空住宅，而不是房地产。我从来没有买入过房地产股票或卖空过房地产股票，只是因为我不了解房地产。你如何知道公司的价值？我的意思是，它的价值是建筑物的价值吗？我怎么知道建筑物的价值呢？

你有一些在心目中从来没有打破的规则吗？

没有。[笑了]我没有不能打破的规则，但有一些事是重要的。我的意思是，你想尽早买入一只表现好的股票。你想证实自己不是唯一买入这只股票的人，你看到了这只股票的价值，股票在你买入后开始上涨。其他人看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到你买入后说，“小子，我坐在这里默默地等待，看到其他人买入后，我不得不买入”。随后你不得不在他之前买入，他不得不在你之前买入，你知道，这是我想看到的。在商品领域，我喜欢看到商品以超过 20%的幅度波动，随后你知道一些重要的因素改变了。你在某种程度上知道这里发生了重要的事。因此，当石油真的第一次从 11 美元上涨到 13 美元时，我对斯珀特证券的同事说，“这次价格上涨不会停止。甚至不要想价格，‘这样会导致你犯错误’”。显然，价格上涨 20%时一些重要的事情发生了改变。看看任何价格上涨超过 20%的商品，形势已经发生变化，涨幅会达到 100%。几乎任何上涨 20%的股票涨幅都会达到 100%。

这也许是一个很难的问题，但是在过去你发现自己在哪方面应该做得更好呢？

我认为自己不是一个伟大的商人。我对运营企业不是很擅长。我甚至没有花费任何时间思考企业。我考虑的是持有股票，并努力为客户赚钱，如果我们为客户赚钱了，我们就会做得好。

为什么你解散了斯珀特证券？

因为斯珀特资产管理公司在斯珀特证券中已经成为一家大企业。斯珀特资产管理公司实际上是我的兴趣所在——寻找投资想法、投资和赚钱。这也是我经常做的，甚至在斯珀特证券也是如此，除非你成为承销商。因此，这样的扩展很容易。

你对投资铀矿共享公司(uranium participation units)有什么看法？我认为斯珀特证券承销了这类公司的股票？

我们认为铀的价格将会上涨——铀的价格不得不上涨。我说，“哎，你知道，你们这些家伙也许在想开始组建铀投资公司(Uranium Participation Corp)[1]”。[笑了]我们说我们参与了铀的投资。

谈谈石油顶峰论，迈特·西蒙斯及其全部观点。在沙特阿拉伯，我们有 25 年或 30 年没有进行独立审计。我们是否有这样的印象，如果沙特阿拉伯的石油到顶了，石油就到顶了？

---

〔1〕 加拿大上市公司，是一家专门囤积现货铀的公司（公司本身不涉及铀资源炒卖）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一个大顶，当心！我认为石油顶峰论是一个数字游戏。就一些数字和消耗速度，你如何停止消耗速度？伙计，这几乎要先确定世界上有多少石油。好的地球物理学研究人员——无论人们如何称呼他们，石油物理学研究人员或类似的称谓——知道世界上有大约 3 万亿桶石油，一旦你消费了 1.5 万亿桶石油，你就在走下坡路。这就是他们预测美国 48 个州的石油顶峰已经降低的方法。他们基于我们现在知道的储量及将来的估计，计算后得出有一半的石油已经消耗完了。石油比天然气更容易到顶，因为低于一定水平，你就得不到石油了。石油开采只能到地面以下17 000英尺左右的地方，这里是储藏石油的地方。

怀疑主义者会说，“是的，但是你知道，当石油价格涨幅太大时，石油的需求就会下降。”会有一种自我纠偏机制出现。我们所有人都知道，石油消费是没有弹性的。我认为石油消费终有一年会下降，也许要 40 年的时间。石油消费在 1990 年下降，下跌了 0.5%左右。我们处于衰退中，而消费只下降了 0.5%。

谈谈黄金，黄金被认为是防御型投资产品。为什么你不持有很多黄金呢？

显然我认为黄金是防御性投资产品，我认为它受到操纵。我们知道中央银行在持续卖出黄金，他们经常提前宣布卖出黄金，他们经常当着你的面宣布卖出黄金。这听起来像是个无比愚蠢的蠢蛋。为什么你会告诉每个人你在卖出呢？为什么你不只在 QT 卖出呢？因为它们想让黄金价格下跌。我们知道这一点。

为什么他们想……

因为他们想让黄金价格下跌，这样人们就会买入纸币。人们在金融市场买入没有任何恐惧，因此人们买入了低通货膨胀。如果黄金价格有一天涨到了 50 美元，每个人第二天会怎么想？你知道他们在想什么，“噢，有地方出问题了！”因此他们不会让其涨到 50 美元，尽管它是一件非常情绪化的商品。他们不让其表现出情绪引发的波动。也许表现出的是任何你能想到的东西，包括债券和小麦等上涨过程中最适中的波动。任何事都比黄金更有波动性。你用统计方法几乎能证实黄金价格受到操纵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你如何看待黄金—石油比率(gold-to-oil ratio)[1]，你曾经关注过吗？

约翰·恩布里(John Embry)更关注这一比率，我看了很多这方面的研究。这个比率我没有进行过多的强调。我不知道这二者之间是否有一些逻辑联系。我的意思是，我猜黄金和石油的价格上涨都是通货膨胀的标志。但是我真的认为因为石油已经到顶，黄金价格就应该上涨吗？不是的，我不这样认为。

你知道，在与你交谈的所有基金经理中，多数是平庸之辈，都在说同样的言论，“我寻找价值被低估且资产负债表良好的股票等”。每个人在说同样的话，但是有一些人，也许只有10%的业绩不错，其余的人业绩不好。你认为自己与其余这些人有哪些不同？

我认为我们承受可测量的风险。我们知道承担风险的形势，但是我们不得不测量风险有多大。我们知道回报有多大，因此我们准备承担风险。多数人不想为不符合标准的事物冒险。我们不仅准备冒险，我们还将购买相当的头寸，我们会购买一家没有听说过的公司10%的股票。当它们证实了自己，就会被交易，(买入其股票)就不会是一个问题。我们很早就持有塔瑟超过10%的股票。

一些人在一次会议上问你关于持有一家公司较大比例的股票，随后发现其流动性不大的问题。我认为，当你想卖出时你想到了答案，基本上是在一段时间后，流动性经常……

如果这个思路发挥作用，你从来不会遇到问题。如果其不发挥作用，你就有大麻烦。

那么只要其基本面是好的，你只是坐等机会……

[1] 1967年以来黄金与石油的期货价格的比价关系表明，黄金与石油的比值水平若超过25倍“警戒线”以上，均会大幅回落。若该比率跌至10倍附近，也都会大幅上升。交易者可以据此历史经验，通过买入石油并卖出黄金或卖出石油并买入黄金的对冲交易模式进行反复套利。单纯对比黄金和石油价格走势，历史上看，黄金与石油价格的走势没有直接的同向或负向的关系。国际黄金和石油唯一的共同之处在于都以美元计价，但两者与美元波动也没有固定的规律可循。此方法固有的缺陷在于：其理论根据是据经验观察而没有得到科学的解释。另外，这种在某一特定历史时期而形成的固定规律，不代表将来能够延续下去。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不,如果我的思路没有起作用,就不会这么坐等。[笑了]你知道,你不得不处理这一局势,不是吗?因此你一定会因投资该公司而亏损。这就像私募的投资经理一样。他们会买入10家公司,其中8家没有带来回报,但是2家将会为其带来高回报,不是吗?其投资方法与我们有些类似。你需要几千只好股票来抵消几只股票引发的亏损?我们不可能在某些股票上亏损100%。

你认为在未来10年如果基金经理知道如何卖空,而不是只知道如何做多,其业绩会更好吗?

我认为是这样。因为我们观察的市场环境发生了变化。我提到我不再喜欢分析卖空(analytic shorts)——我喜欢卖空市场。只是紧跟市场,这些分析卖空会让你破产。当市场开始走弱时,分析卖空是不错的。但是如果你有一点犹豫,你不想卖空北电网络。你对该股票进行过分析,但是分析没有起作用,与此同时,这只可恶的股票从0.70美元上涨到3美元。你的理智受到了冲击。你想等待其反转,然后买进,但是我不得不告诉你,这样的操作在其128美元的时候要容易得多。

做多的好处是,如果你错了,(亏损)就这么多。如果你做空,头寸是做多时的2倍,因此(收益)也大了。[笑了]

噢,不是这样的,那样做的风险增大了。你知道,我买入的股票(走势)与我自己的判断相反,也许有百分之几百会这样。

很多人没有充分了解社会保障(Social Security)和医疗保险制度(Medicare)。你说过其赤字是25万亿美元或20万亿美元?

是的,医疗保险制度的赤字大约是23万亿美元。社会保障的赤字大约是12万亿美元。看看美国的医疗系统。天哪,首先,每天有越来越多的美国人得不到保障,你不想得病。我的意思是每个人在某些时候总会得病的。

在1999年,我记得我在乘出租车的时候,司机都会对我说,“噢,你是投资顾问。我买了某只股票。我认为当时的故事——要么是乔伊·肯尼迪(Joe Kennedy)[1],要么是J. P. 摩根(J. P. Morgan),他们两人中

[1] 乔伊·肯尼迪因卖空股票,身家从1929年的400万美元增加到1935年的1亿美元,翻了25倍。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一个在1929年声名鹊起……"

是乔伊·肯尼迪。

擦鞋男童说，"我会挣所有的钱"，不久，乔伊·肯尼迪卖掉了他的股票。

是的，是这样。

我想，"等一会，出租车司机会赚走这只股票上所有的钱，这次一定要进行投机(speculative blowoff)"。

我们在各个地方都会看到这样的情形。我的意思是，我们去这样一些反应比较迟钝的国家——不是北美国家，我这样称呼它们——是因为我们在寻找特定的商品。澳大利亚煤炭储量丰富。我们在寻找铀，帕拉丁资源有限公司(Paladin Resources)在纳米比亚，因此我们在南非买入铀。是这些商品让我们去那里投资。

在过去25年里，你投资外国股票遇到了哪些政治风险？

投资结果还不错。

委内瑞拉？

不是，在那里投资是不错的。我没有投资委内瑞拉，但是我认为有很多次我们将会因此受到亏损。我的意思是，例如，当我们买入哈萨克斯坦石油公司时，有很多次其股票因为哈萨克斯坦的一些问题跌到了5美元，但是最终我们的投资取得了不错的业绩。

你能评价一些基金评级服务公司对你的基金的评级吗？

我知道我们因波动性而受到批评。我经常想，如果我们的波动没有这么大，如果我们每年的回报是28%，这实际上意味着未扣除费用的回报是35%。这意味着对你投资的股票来说，你不得不获得38%的收益，因为你不得不保留很多现金。如果你的收益是38%，你不得不拥有很多上涨超过百分之几百的股票。

对的。

股票一年上涨百分之几百是波动。我知道当我面对晨星公司(Morningstar)的人时，我会说，"我想看看你们的格式。我还没有见过。我不知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否我们公司的人有你们的格式”。晨星公司最关注的是下行波动。你看看我们的股票型基金,或我们的一些对冲基金，上个月上涨14%。你知道接下来怎样了吗？它们这个月的业绩下降了。如果你某个月的业绩上涨15%,你的业绩很有可能在下个月下降,因为业绩上涨15%时,你持有一些实际上涨幅惊人的股票。

但是我喜欢波动。喜欢向上的波动。他们做不到这一点,我们在这方面做了一些工作。我说,“我已经厌倦了这个波动性问题,让我们这样做。我们看12个月一期的回报,我们将看基金成立以来所有的以12个月为一期的回报。让我们看看,有几个月我们的基金持有人——看年度收益——会说回报是下降的”。在120个或190个这样的周期中,我们有13个月是下降的。TSX同期有33个月是下降的。我说,“现在你知道,我们客户实际上想要的是什么了吗？他想我们的回报上涨,不要神经过敏”。

人们谈论波动过度。当你看斯珀特管理账户1982年以来的业绩,只有5年是下降的。我的意思是,1998年是个问题,其余的年度——前五年,前六年——的问题都非常小。

这样的问题发生了。上一周,我们因判断失误而亏损。

我看到金融股反弹,黄金下跌。

[当时埃里克看空金融股,看多黄金]

你因判断失误而亏损。一周后,你的判断又正确了。我们会为此做什么呢,做交易？你不能在一个星期中用宏观理论进行交易。

你从事投资这一行很久了。我们很久以来还没有看到这种程度的市场波动,是吗？

让我们以加拿大人股票型基金为例,看看其去年的业绩。我们一度上涨了17%,下跌到0,再次上涨到17%,下跌到0，上涨17%。我们当年最终的业绩是13%或14%。当我发表言论时,我说,“你认为这些时期的每个阶段我们在做什么？我们什么也没做”。因此,谁是对的,市场还是我们？我们该做什么呢？市场上的黄金、石油或其他发飙了,随后是下跌。当年底,你的业绩最终是上涨的。你该怎么做呢？你不能交易这类股票。

如果一些家伙想在一个月内将石油价格打压到85美元,他们将石油价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格打压下来了。随后石油股票下跌了。我们不能用短期的观点(来看价格的走势)。我们用长期的观点看待价格的走势,你得坚持下去。我认为风险不是你能够在一分钟内决定的事情。我认为风险是唯一的需要两年后回过头来才能理解的。我使用我们在 2000 年买入黄金股的例子,这看起来是你曾经做过的最白痴的事。两年后,这些股票上涨了 300%和 400%。黄金的价格上涨,一切事情都变了。2003 年,铀的价格在我们开始投资前已经翻番到了 14 美元。你在买入这些所有糟糕的小的铀公司。两年后,它们上涨了 300%～500%。铀的价格是 100 美元。你回过头来说,"这是有风险的吗?"

人们说你有很多风险,因为一半的基金投资于黄金。正如你所说的,在 1 盎司黄金为 250 美元时,是黄金有风险还是技术股有风险?

它们在当时被认为没有风险,是吗?银行股有风险吗?我说它们有风险。权威机构说银行股没有风险。权威机构不知道他们在做什么,对吗?不幸的是,他们不是投资者。他们不必拿自己的钱冒风险。

你之前和我提到的一件事是,你倾向于在其他人之前尽早确认趋势,你坚持自己的投资主题,不做很多交易。我对房地产危机、次贷危机或信用危机不感到吃惊,但是世界上其他每个人都对其感到吃惊。你两年前已经写了有关的文章!

是的,他们只是没有看到。

当你在两三年前写有关文章的时候,这些经纪公司如何使其陷入目前这样的困境?这样的情形一而再再而三地发生。2000 年 3 月 9 日,你发表了有关技术股的文章,在文章中你说市场即将崩盘。纳斯达克次日到顶。

你知道这多有趣吗?我不假装自己是预言者。我只是知道如何看网络公司并开展联想。例如,我们今天的晨会上,我谈到了加拿大的住宅价格下跌了 29%。这是公开信息。我说,"诸位,究竟发生了什么呢?我们还没有开始经历衰退/萧条。住宅价格下跌得这么快,人们几乎没有意识到。这里只是个数据问题。你只要展开联想,然后说,'将会出现问题'。"你应该有一些前瞻性的思考。趋势一旦启动,很难停止。不管谁说到住宅价格,我们在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6个月内都不会坐在这里,加利福尼亚住宅的价格将下跌40%?

我认为,高盛对加利福尼亚房地产价格从最高点下跌30%~40%的说法是他们的展望。

所有这些言论透露出哪些信息呢,你知道?

每个人都对你说,“房地产价格的下跌已经很明显了”。技术股危机后也面临着同样的情形:“技术股将下跌已经很明显了。”这是典型的事后诸葛亮(20/20 hindsight)。

这很有趣,我记得阅读了大量的文章,其中说人们有时错过了(机遇)。其中一篇文章是关于房地产评估的,我想是2003年发表在《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)上的一篇文章。文章的大意是,“房地产评估都是欺诈,因为所有的贷款人都在使评估师提高评估价格”。现在,你不必阅读太多就知道将走向何方。

我记得阅读过《彭博》(*Bloomberg*)杂志两三年前刊登的一些谈到评级机构的文章,并谈到了其对资产抵押债券与普通债权进行评级所收取的费用。对资产抵押债权进行评级收取的费用是后者的3倍或4倍。

当我们谈论这些的时候,我与艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)参加了一次午餐会。他之前有段时间在温哥华。他说,“我们完全被次贷打垮了。我没有想到问题会这么严重”。

哇!他们是这样的作茧自缚。我不相信他不知道问题有多严重。我不能相信。

显然,你看多黄金很久了。你将基金的一半投资于金块、黄金和白银股。金块的表现有时像去年那样会超过股票。

是的,这让人吃惊。

股票有时的表现超过金块。你只是说,“好吧,让我们将基金一半投资于金块,一半投资于黄金和白银股,我们看看哪个的表现更好”,还是同时投资于二者?

我不知道是否正好是一半对一半。也许会接近于这个比例。你一直以来进行投资有整套的理论。其中之一是货币的完全贬值,你几乎看到这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情形发生了。我的意思是,我们已经处于货币贬值的环境中了。如果货币完全贬值,没有多少人能够幸免。我一直在想,“为了生存,你不得不持有一些黄金”。正如其他任何事物都会消失一样,货币只是一张纸,但是黄金不会。有时我自己在想,“我们股票型基金的25%投资于黄金也许将使我们渡过难关”。至少你的表现会相对好一些。

这是你的保险。

不管你是否有正的回报,我不知道。但是你要有相对的正回报。

这只是一个常识,但是罗斯·希利(Ross Healy)几个星期前以有趣的方法向我进行了描述。他说,“如果公司失去清偿能力,投资者该做什么呢?他们卖出自己的股票,股票价格下跌”。他说,“如果国家失去清偿能力,你就遇到麻烦了。你卖出了国家的股票,但是没有这样的股票,因此你卖出货币,相反货币贬值。货币只是国家的股票”。我想这是解释上面这个说法的有趣的方法。

我的意思是,我真的不担心这一点。我想,坦白地说,美国破产了。我不相信这些家伙对自己做的事没有任何感觉。他们认为他们在印刷货币,这值一些钱?

当我与你聊天之前,你因为即将到来的美国衰退没有投资很多的基础金属。我认为你改变了自己的看法,决定投资基础金属。

是的。我经常对衰退有一些担心,因为衰退不得不发生,但是被推迟了。与此同时,中国的增长由于大数法则(the law of numbers)变得越来越明显,对吗?一直以来,其增长的数字变得越来越大。无论是在2000年,还是2008年,今年与2000年相比,中国铜产量增长10%是了不起的。我认为,我们投资的原因也许是商品的价格没有下跌。它们没有坚持下去。股票总是有点忽涨忽跌的。按照目前的价格,比如铜或其他(基础金属),你会说,“股票真的很便宜。我认为我愿意承担这样的风险,即使我对衰退的判断是错误的,股票是如此便宜,我不介意进行投资。我会承担投资的风险”。

夸得拉矿业公司(Quadra Mining)是我们首批买入的公司之一,当时其价格为6美元。我想,“我认为该公司几年后会产生每股6美元的利润”。我还没有看到过像这样的估值,但是它们已经开始上涨了。我认为今天其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值为 4 美元，当其新的矿产在 2008 年、2009 年或 2010 年投产后，我们会看到 6 美元。我的意识是，股票当时的价格是 6 美元，我能够在某种程度上看到其将赚 6 美元。让我们买入，让我们承担风险。我们不得不承担这样的风险。

煤炭也一样。我在几个月前关注煤炭股。我们已经买入了煤炭股，煤炭的价格开始上涨了。我说，"诸位，大卡什(Grande Cache)煤业公司——它们的现金流是 2 美元，股票是 1 美元。我们不应该做点什么吗？"股票从 1 美元涨到了现在的 5 美元。

涨了这么多？

3 个月涨了这么多。因此，有些时候回报是这么诱人，你不得不投资。例如，我今天讨论过一只叫新世纪(New Millennium)的股票。该公司在魁北克有铁矿石的所有权。有资料说，印度的一些公司将在 4 月中旬对该公司发起要约收购。资料说，这是一家大的铁矿石公司。我想，"噢，4 月中旬。离现在还有 3 个星期的时间"。其股票的价格是 1.40 美元。我尊敬的雷蒙德·詹姆斯公司(Raymond James)中的一些人说，"按照今天铁矿石的价格，(该公司每股净现值)是 58 美元"。我说，"诸位，现在其价格是 1.40 美元，还会进行要约收购，我们不得不忘记衰退和与衰退有关的一切。我不得不着手买入"。

你提到你说，"我们决定，在 2003 年如果我们看空，就需要推迟一段时间进行投资，我们最好找到一些赚钱的方法"。

是的，你不得不找一些赚钱的方法。就像我们投资蒂明科公司(Timminco)一样。该公司在某种程度上是技术股，还有一些能源股的成分。你不得不扩大自己的选择范围、寻找一些可以投资的股票，尽管其不完全符合自己的投资主题。你不得不为一些小的错误留下空间。

纽约有一个家伙叫纳都·纳拉亚纳，我非常了解他，他运营着 CI 三叉戟基金(CI Trident Fund)。你也许从来没有和他交谈过。

你和他写过信，是吗？

是的，我和他写过信。他和你说的一样。

真的吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎没有人会像他那样。我实际上把你的一些笔记送给了他。我过去曾经在朱利安·罗伯逊(Julian Robertson)的老虎基金(Tiger Management)工作，他的姐姐是百事全球公司(Pepsi Worldwide)的CEO。

真的吗？太棒了。

是的，因此这是一个非常聪明的家庭。这很有趣。他投资的方法与其他人稍微有些不同。他去年签订了看空美国城市债券保险(MBIA)和安巴克金融集团(Ambac)的远期合约，交易对手是高盛。他说对手将会破产。他也与贝尔斯登(Bear Stearns)签订了一份较小的远期合约，几个月前他告诉我，“我让高盛为贝尔斯登的合约提供担保，因为我对贝尔斯登不太放心”。

真的吗？

是真的，有趣的是，你的两大投资哲学和他是相同的。

我认为中介的电话是世界上最容易的电话。没有并购，没有首次公开募股(IPOs)，没有包装。

他们的杠杆是30∶1。

啊，太大了。

你提到在一次电话会议中，几家加拿大银行的杠杆是30∶1。帝国商业银行昨天披露的信息是，投资于衍生产品的金额是250亿美元。

你甚至不知道有杠杆的存在。

你说2008年是交易对手破产的一年，是吗？我认为在你这样说之前，这样的情形已经发生了，不是吗？

我也许说过这样的话。这听起来像我说的一些重要的话，是的。我们实际上还没有听说多少关于衍生产品的新闻，不是吗？有500万亿美元的衍生产品？我甚至不知道这些衍生产品从哪里来，或其是什么？我只是看到无论其是什么，一切每天都在波动1%。你有500万亿美元的名义价值，每天的波动就是5万亿美元。

我知道你不会过多谈论卖空头寸，但是也许你卖空过贝尔斯登？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们卖空过贝尔斯登，但是我们卖空一切。我们卖空的美国所有的主要金融公司的业绩都不错。

你卖空过华盛顿互惠银行(Washington Mutual)?

是的。这是我们喜欢的金融股。说起喜欢的金融股，你看到我如今喜欢的金融股分析师——名叫梅雷迪思·惠特尼(Meredith Whitney)的女士——吗？她是银行业分析师，在奥本海默(Oppenheimer)工作，6个月前她说花旗集团(Citigroup)将削减股息。她是发动整件事的人。我爱她。她方才接受了消费者新闻与商业频道(Consumer News and Business Channel, CNBC)的采访。评论员说，“你最喜欢的金融股是什么？”因为她抛弃了一切金融股。她接着说，“关于我们最喜欢的金融股，我不喜欢其中的任何一个”。

像她这样直言不讳的分析师，你看不到几个。

噢，简直让人难以置信。她很有胆识，我爱她。她是一位好的分析师。

当你谈论加拿大的银行股时，多数加拿大人仍然说的是，“不，不，我不会卖出我的银行股。我对我的银行感到安全。我感觉到安全”。我猜只要你持续听到这样的言论，银行股就会有很多下跌的风险。你想听到人们这么说，“我再也不会投资银行股了”，随后你可能抄到银行股的底部。加拿大人爱加拿大银行。他们看看过去20年的情形后说，“我感觉到安全”。

我认为人们没有意识到去杠杆化的程度，是吗？这让人难以置信。我只是想，在过去20年、30年或60年里，允许银行使用越来越大的杠杆，更有创造性地使用杠杆。如果已经开始消除杠杆，人们不知道将会绝对减少多少资本。

按照30∶1的杠杆，只会使你的资本降低3%。

是的，是哪些股票没有下跌3%呢？杠杆收购(LBO)、信用违约掉期(CDSs)、债务抵押债券(CDOs)、次级贷款、商业房地产、民用房地产、汽车贷款、信用卡贷款、市政债券、拍卖利率证券(auction rate securities)，你说说。

但是如果真的发生了，他们只是改变计算机模型来对其重新进行估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值。

他们确实改变了计算机模型。你也看到了。你读过这样的文章——描述模型100%正确，但是整个系统将破灭——吗？文章的作者是谁，塔利布(Taleb)？你读过他的书没有？你读过《黑天鹅》(*The Black Swan*)吗？

读过。

另外一个人是谁呢？天哪，我希望我能够想起他的名字。他写过两本非常好的书，最近的一本是《黑天鹅》。每个人都认为没有那么多的黑天鹅。但确有黑天鹅存在。他们也许现在称贝尔斯登为一只黑天鹅，谁知道呢？他们也许称雷曼(Lehman)或其他公司为黑天鹅。

现在，人们说供给经常会赶上需求，显然，这会使商品价格下跌。我认为除了需求增长，我们还有很多破坏供给的行为。

破坏供给的行为有很多。我认为我们处于面临世界性的物流问题的时期。我最近听说了一个问题。他们在建筑所有的这些船，但是没有船长。

真的吗？

没有人来经营这些船。

采矿业多年来也存在问题。学校没有培养出采矿工程师。

我们有更多的电力、供水、环境和天然气问题。我们经常面临一些重大的问题。

这句话说得好，因为你经常在寻找下一个投资主题。我知道你不撰写篇幅很长的大型研究报告，但是你一年半前写了一篇关于全球变暖的文章——70页的报告。这是你的下一个投资主题吗？

我认为最大的主题是石油顶峰论。我相信石油顶峰论。事实上石油价格远远超过了100美元，问题是石油到顶了吗？

确实是这样，我们处于衰退中，有史以来最严重的衰退。

对的。

他们说，“噢，但是他们在巴西或其他地方——岩层下27 000～6 000英尺和海底5 000英尺——发现90亿桶石油”。这样开采的石油的成本有多大？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们不知道——即便有 90 亿桶——我们每 12 天消耗 10 亿桶石油。这有多重要呢？你只解决了 3 个月的问题。就不得不找到另外的 270 亿桶石油来说，当年未来 9 个月你将做什么呢？我们没有再发现很多的大型的油田。

现在无论你在哪里都会面临政治风险。哈萨克斯坦有大型的油田，但是……

有开发风险。

是的。如果我是埃克森(Exxon)，而且投资了 250 亿美元，我将对哈萨克斯坦多一些谨慎。

是的，你发现在各地都有某种程度的开发风险。

这很有趣。美国最大的捐赠基金是哈佛和耶鲁，是吗？

没错。

第二大的捐赠基金是得克萨斯大学(University of Texas)。得克萨斯大学早期非常穷。政府在西得克萨斯给予其很大的土地储备。

嘿，我不知道这个情况。

随后在其土地储备上发现了石油，提成就源源不断地来了。

这很棒。这是增加收益的好办法。

现在，让我们回到 2001 年和 2002 年。实际上有一些人不看好技术股，并进行卖空，但是他们没有像你在 2001 年和 2002 年那样业绩上涨 130%，因为他们经常停止卖空，并买入卖空的股票。雅虎将会上涨 20%，他们说，“可以了，现在我们不得不止损，以弥补损失”。

是的，你知道这有多有趣吗？当我想到我们自己进行的卖空时都有些吃惊，因为我卖空花旗集团 7 年了，卖空房利美、通用汽车和所有这些股票好长时间了。房地产股票也是一样。这些卖空的股票反弹了。例如，房地产股票在 2006 年上涨 60%。我一路卖空房地产股票。我自己在想，“你怎么还能坚持卖空呢?”这是因为多头头寸保护你。只要基金的多头头寸没有亏损，如果你卖空的原因没有改变，你就不必担心对某只特定股票的卖空的影响。因此你知道，我们看到了金融股在上一周的反弹，当时其上涨了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15%，我们只是坚持卖空，因为我们相信自己是对的，随后一切又会再次回到平衡。

那是空头回补。它不得不这样，当时其上涨了15%，这有一些像是在空头回补。

因此很多人坐不住了，是吗？我不能相信这些人是在用保证金或杠杆进行交易，否则就是在做蠢事。

我知道你曾经在德尔塔石油(Delta Petroleum)工作过，但是柯克·柯克里安(Kirk Kerkorian)用6.5亿美元收购了公司1/3的股份。

是的，我们仍然持有一些德尔塔石油的股份。我很明确，我们持有德尔塔石油1%或2%的股份。我离开德尔塔石油的原因是他们做的很多事或没有兑现对我们的承诺。我只是不想再持有其股份了。这不是一个糟糕的投资。我们以6美元开始买入，其价格已经到了24美元，但是我对每次不像我想象的那样的交易厌倦了。当我在投资时，我喜欢更多一点的确定性。当然，哥伦比亚河流域(Columbia River Basin)很早以前没有开发过，不像每个人曾经宣称的那样，投资的结果还是有趣的。

这很奇怪，因为恩卡纳在这里打了2口、3口或4口油井，但是我们没有给出任何结论。随后他们以便宜的价格出售了一些资产。离奇出售资产有一些重要的原因，对吗？

是的。也许会有一些结果披露出来，因为他们从一家名叫派克普拉斯(Packer Plus)的页岩公司获得了一项新技术——在不列颠哥伦比亚东北地区使用。这一技术也许会使之前不具有经济开采价值的石油变得有经济价值。我们会看到这一结果。

当彼得·霍金森(Peter Hodgson)来到斯珀特，他告诉我，“你知道，鲍勃，我想如果一只股票上涨50%，我会做得很好”。他说，“我和埃里克谈过了，他说他不会购买一只股票，除非其有可能是短期内上涨4倍的股票”。他说，“我不得不提高自己对大牛股的预期”。

如果你想获得一年28%的回报，你不得不把目标定为100%。你不得不这样做。

对的。我只想再多谈几分钟，因为我知道已经开市了。实际上，几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分钟前已经开市了。当这次全面的信用危机发生时，你是第一个卖空房地产股票的吗？先后顺序是怎样的？

不是，我们很久以来一直在卖空金融股，也许是从金融股在2 000点的顶部开始卖空的。我们知道你也许会进入康德拉季耶夫(Kondratieff)类型的冬天。但是形势使你远离股市，是的，美联储将利率从1%降低到0。现在我们再次做了同样的事。他们持续推迟实际的崩盘的来临及其应该发生的情况。因此，我们会首先卖空金融股以及相关的经纪商，因为纳斯达克已经到顶了，经纪商不得不蒙受损失。当他们发现了新的赚钱方法，每个人都恢复了对股票的热情时，他们就在创造另外的泡沫。实际上我们的主题投资组合并没有发生太大的变化。我们只是寻找发生这样情形的股票，"瞧，也许我们能够卖空这些股票，也许应该卖空去年是单一金融业务的公司"。你意识到，"这帮垃圾，这些公司出问题了"，你再次看其资产负债表。

对的。

我卖空了大量电子交易金融公司(E* TRADE)的股票，因为我看了其资产负债表，"天哪，他们一定是经纪商。看看他们的这些资产就知道了"。我不关心他们是否是好的交易公司。该公司将其所有的资金都投入了次级贷款、打包债券以及类似的垃圾债券。投资的金额让人难以置信。因此，我不知道其如何能够将钱赚回来。还有很多像这样的投资。我认为房地产——商业房地产——将面临很大的压力。你能看到，这样的情形已经发生了。

对的。我想这次采访的进展很好。我会让你回到你的交易席位前。

谢谢，鲍勃。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧文·迈克尔

——机会型价值的艺术



“你要么想吃得好，要么想睡得好。如果你想吃得好，你不得不承担一些风险。”

我10年前常常阅读欧文·迈克尔(Irwin Michael)的文章，并想知道他到底是什么样的人，他如何做出了这么好的业绩。ABC基金(ABC Funds)不是一只能够轻易被忘记的基金，其业绩也不是那么容易被忘记的。变通是我描述欧文的投资风格和他在价值投资处于困境时通常还能取得不俗业绩的弹性的词语。

拥有19年的业绩记录，结果不缺少让人眼睛一亮的地方，与TSX全股指数(TSX Total)大约10%的回报相比，其业绩为年回报16%。时间越长，复合增长的效果越大。例如，在ABC基金1989年3月20日成立时投资10万美元，在2007年底价值超过160万美元，而同样的资金同期投资TSX指数的价值是大约60万美元。按照美元衡量，其业绩几乎是TSX的3倍。不管你相信与否，我仍然听到学术界和专家说不可能战胜市场的言论。这简直是废话。

我会说欧文·迈克尔是本书中所有股票市场超级明星中唯一一个适合这种模式的人。他的思维严格地说是非传统的，但是他的教育则不是。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的业绩不可能超过麦基尔大学(McGill University)的肄业生和宾夕法尼亚大学沃顿商学院的工商管理硕士(MBA)。沃顿商学院恰好是美国最知名和顶尖的商学院之一。价值投资的一个标志之一就是当买入一只股票作为组合的缓冲时,一位真正的价值投资经理人渴求的安全边际。买入“失宠的”股票是很困难的,因为这本质上会使你感觉到不舒服。这也许是欧文在采访中提到,如果他能够为其职业多选择一门课,将会选择儿童心理学。这意味着暂时的亏损自然能够不时地进行阻止,但是永久的亏损一般来说一定要避免。欧文掌管的旗舰基金——ABC 基本面—价值基金(ABC Fundamental-Value Fund)就是明证。其业绩在 2001 年是 26%,2002 年是 7.6%,在当时许多其他基金业绩下降 25%的时候,取得这样的业绩是很了不起的。我想说,价值投资通常“很容易”。亏损会让人筋疲力尽,因为你不得不补偿所有失去的阵地,而这需要时间。欧文风格的最伟大的特点之一就是坚持的能力,以及通常避免大幅下跌的能力。在基金成立 18 年来的历史上,只有 3 年的业绩是下跌的。你不能预测未来的收益,但是我将告诉你一些重要的事:2007 年是下跌的年份之一,其他两次欧文在一个日历年度内亏损后,基金在随后的几年的业绩是非常可观的。

回到 1999 年和 2000 年初。投资者给欧文打电话,奚落他不要投资技术股。一个家伙甚至威胁要起诉他。技术股、新经济和互联网当时都很热。股票不是按照收益估值的,而是按照价格/销售额估值的。我记得当时的情况,欧文也记得。没有投资技术股,你如何能忘记被贪婪的投资者——拿你与刚成立的技术基金的业绩比较——搞得抓狂的情形。

在采访过程中,我问了一个我想自己能够知道详细答案的问题:“你使用技术分析吗?”当然,我知道价值投资者的答案通常是“不”,但是很多价值投资者就会再次面临买入太早的慢性问题。让我吃惊的是,欧文说,“当然,我使用技术分析。一旦我确定买入或卖出某只股票,我会看技术指标以决定买入或卖出的点”。这使得其投资风格变得吸引人,并帮助欧文与普通甚至最佳的价值投资经理相比能够引人注目的原因之一。

采访是在 ABC 基金在多伦多市中心的办公室的会议室进行的,办公室宽敞、开放,类似于大房间,这是我在采访过程中见过的最职业的办公室之一。我想我是办公室中唯一一个没有穿西服打领带的家伙。欧文说,这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的设置是有意为之的，因为直接与公众打交道，他想职业的办公室设置是必需的。我尊重这一点，下次我进入他的办公室，我会打领带的。

办公室另外一个有趣的地方是会议室用来举行投资者学习会议。投资者包括目前的客户或潜在的客户，这使得公司与众不同。我们知道的那些人意识到了这样的事实，不是市场或基金表现不好，是人们对市场上的波动的反应破坏了投资者的回报。我能够看出投资者学习会议如何帮助挽救投资者恐惧及增加投资者的最终回报。顺便说一下，ABC 基金因其网站(www.abcfunds.com)获得最高分。我从来没有看过这么透明并有很多有用信息的网站。从买卖投资组合(经常更新)中一只股票的原因到价值投资哲学，网站给人很大的自信，知道资金在该公司是如何运作的。

鲍勃：你读了麦基尔大学，随后你获得了沃顿商学院的工商管理硕士学位(MBA)。这对塑造你的投资哲学有帮助吗？

欧文：我认为这是很好的经历。当我读麦基尔大学——肄业——时，教授是很好的，但是当我在沃顿商学院读书时，教我的教授是书的作者。事实上，我在最后一个学期非常幸运，给我上课的是投资组合理论之父哈里·马科维茨(Harry Markowitz)。他是一名访问教授。我猜，他每个星期五都从纽约来。因此，遇到他是一个很好的机遇。他很谦虚。我也有机会上开展著名的掷飞镖实验的马歇尔·布鲁姆(Marshall Blume)的课。当我在沃顿商学院读书前，我对股票市场感兴趣，可一旦我到了沃顿，股票市场就在周围的空气里，你呼吸着这样的空气。这是一个伟大的机遇，我遇到了很多人。当我在那里读书时，一年级 500 人中只有 3 个加拿大人。这样的机遇太棒了。

能够获得马科维茨的教导是很了不起的，现在，显然在价值投资方面，你不一定相信有效市场理论。

坦白地说，市场是不完全的。我们发现了很多反常情况，尤其是在中小盘股上面，大约有 45%的美国上市公司没有人跟进分析。这代表了很多机遇，因此我们想利用这一机遇。

当你在麦基尔大学和沃顿商学院读书时，你投资股票吗？

我没有太多钱。我知道我已故的父亲投资于股票。事实上，我伟大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

祖父来自约翰内斯堡(Johannesburg),他深入参与股票市场,但是在1929年破产。因此,我的内心深处有投资股票的想法,可我不得不保持谨慎。但是之前我也说过,当我在读高中的时候我没有钱,我勉强读完大学。一旦毕业,我买入了股票,尽管我的第一份工作不是买卖股票。当时是投资债券市场。

对的,我想和你聊聊这段经历。你还记得为自己买入的第一只股票吗?

是的。我买入了一只股票,应该一直持有到今天,因为我买入的第一只股票是特罗蒙德(Toromont)——到现在还在。我第一次买入股票是在1972年。

现在,你创立了固定收益基金。在固定收益基金方面,你不得不更像一名宏观投资者,而不是由下而上(bottom-up)的投资者?

是的。有趣的是我受过股票市场方面的培训。当我在费城(Philadelphia)生活时,想回加拿大,我在MBA第一年和第二年间写了很多求职信。从几百封求职信中,我只获得了大约5个正面的回复。其中一个来自霍奇森—罗伯顿—莱茵公司(Hodgson Roberton Laing)的朱迪·霍奇森(Jordie Hodgson)。他说之前从来没有雇佣过暑期学生,但是“过来吧”。因此我去了我长大的地方蒙特利尔。我见到了他,他们提供给我一份暑期实习生的工作。他们对我说,暑假过后,当我毕业时,如果我想来,我也能够得到一个职位。

我在沃顿完成最后一年的学业后,面试了很多公司,但是长话短说,他们给我提供了一个与他们一起工作的职位。他们是加拿大最早的投资顾问公司,我记得创立于1928年。因此,我与他们联系工作事宜,但是我没有马上工作。我决定带着背包和睡袋去欧洲旅行。

当我回来后,我准备开始做股票分析师,在我加入公司前的一周,债券交易员离开了。你知道这家企业是什么样的吗?到最后才知道自己的岗位。问题是我从来不了解债券。我经常认为债券就是加拿大储蓄债券(Canada Savings Bonds)。你买入这些债券,将其储藏起来。值得称道的是,他们信任我。他们让我管理几百万美元的资金。幸运的是,我的学习能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力很强。我只是做各种各样的差价交易(spread trading)等。做债券交易的美妙之处——债券交易需要有严格的纪律——实际上不是股票分析师而是债券交易员偶然发现的。首先，你被迫要从非常宏观的角度看问题。当我早上醒来后，我会检查美国国债和欧洲国债的交易情况。更重要的是，它教会我如何非常迅速地思考问题，因为债券交易是店头交易(over-the-counter)市场。你把电话听筒放下的那一刻，交易就结束了。

现在，我开始时吃进得多一点。你知道，这是事关沉下去还是浮起来的问题。幸运的是，你从自己的错误中学习。这塑造了我的思维能力，并教会我如何说话。它教会我如何非常迅速地思考，以致多年以后向我妻子求婚时，她不敢相信我说话的速度有多快，我有多唐突。这只是因为单做债券交易你一天就要接几百个电话。她说，"你是我遇见到的最无礼的人。"我说，"瞧，这是我们业务的一部分。我们用非常简短的话完成交易，就是这样。"

这很有趣，因为韦恩·迪恩斯开始时是在加拿大银行工作……

顺便说一下，他过去常常掩护我。

是吗？真的这样？

是的，我过去常常和他交谈，我们共进午餐。他和我一样在蒙特利尔。

从那时起到后来创立ABC基金，你为什么要创立公司呢？为什么你叫它ABC呢？

首先，我工作在霍奇森—罗伯顿—莱茵公司，在那里工作两年多了。我有点厌倦了，我得到了在摩根士丹利(Morgan Stanley)工作的机会。他们和我联系过。实际上，我是加拿大人，在美国受的教育，能流利地讲两种语言，他们给了我一个我不能拒绝搬到纽约的工作机会，最终我又回到了加拿大的办事处。现在，我不得不实现自己从买方向卖方的转变，这是一次很好的经历。我不得不在纽约工作，我记得在债券交易席位工作的情景。大卫·梅扎卡帕(David Mezzacappa)和刘易斯·门德斯(Louis Mendez)等人都是业内的传奇人物。更重要的是，我与约翰·马克(John Mack)在同一个交易席位工作。他们称他为刀锋马克(Mack the Knife)。这是一个非常好的经历。摩根士丹利是一家伟大的学习基地。他们让我逐一熟悉公司各个环节的工作。我实际上在各个领域工作，从联合席位(syndicate desk)到参加研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究会议，只要你能想到的，我都参与过。我甚至被带到了纽约证券交易所的底层交易大厅。回顾过去，我应该向他们支付报酬。随后他们送我回到了加拿大的办事处。

当时，魁北克人党(Parti Quebecois)赢得了魁北克的选举。魁北克的形势非常严峻。我们所有的客户都离开了，包括太阳人寿(Sun Life)和很多其他保险公司，我的很多客户也离开了。长话短说，我正在离开的一个客户是布泰尔·古德曼公司(Beutel Goodman)。他们想见我。他们给了我一个不能拒绝去多伦多的工作机会。我搬到了多伦多，成为一名合伙人，一名布泰尔·古德曼公司的初级合伙人。

不幸的是，我晚出生了 10～15 年。他们——西摩·舒力克(Seymour Schulich)、奈德·古德曼(Ned Goodman)、奥斯汀·布泰尔(Austin Beutel)都比我大，但是在那里工作是一次很好的经历。他们都非常聪明。他们基本上给予我的是企业家的思维火花。现在，记住我是第四代企业家。我的先父、我的祖父和我的曾祖都是企业家。他们给予我想要的快乐，以致当我大约 4 年后从布泰尔·古德曼公司辞职时，我成为固定收益基金的副总裁。

我当时与另外一个人管理着大约 7.5 亿美元的资金。当我离开公司时，我可以自由地做很多其他事情。首先，我不想在其他方面工作。我想重新把重点回到股票市场上来。因此，在接下来的几年里，是一个接受再教育的欧文·迈克尔。我加入了阿奈科斯俱乐部(Annex Club)，参加了很多午餐会，参加了盛大表演(dog and pony shows)，甚至成为多伦多期货交易所(Toronto Futures Exchange)的副总裁。我称那是我在海湾街的工会会员证。我做了很多事，直到我准备正式管理资金。现在，尽管我在 1982 年离开布泰尔·古德曼公司，我在 1985 年卖出了我在该公司的股权。因此，即便我在那三年想找一份工作，也是非常难的，因为这与我在公司的股权冲突。没有一个人想雇用我，因为我还是一名公司的负责人。然而，一旦我在 1985 年出售了自己在布泰尔·古德曼公司的股权，我开始以欧文·迈克尔的名义非正式地管理资金。随后，我在 1985 年晚些时候注册——在出售布泰尔·古德曼公司的股权大约 6 个月后——成立了欧文·迈克尔投资顾问公司(I. A. Michael Investment Counsel)。我开始时管理个人账户，并做了很多研究。再一次长话短说，我在 1988 年 2 月成立了我的第一个 ABC 基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金——平衡型基金，称为充分管理基金(Fully Managed Fund)。我想做的，以及我所有的研究都为高净值的客户服务。因此，我的最低认购额是15万美元，我首先投了一些资金进去。我的父亲大约6个月前去世，既然我在管理资金，因此我说服我的母亲让我管理家中的资金。随后我开始了有业绩可寻的投资记录。1年后，我成立了ABC基本面—价值基金，该基金当时基本上是我们的展示基金。现在其价值7.5亿美元。我是不是说得太多了?

没有，请继续。

随后在1996年，我做了一个合理的决策。当时，加拿大对外国投资的限制是(基金总额的)10%，我感觉在某一时点，这些限制比例会提高。因此我想开发自己的专长。我成立了ABC美国—价值基金(ABC American-Value Fund)。每个人都对我说，“你没有这方面的专长。”我说，“瞧，我在美国受的教育。我能够非常迅速地熟悉美国市场。”无论如何，我们创立了该基金，我首先投了一些资金进去，这是十几年前的事情了。我们的业绩开始增长了25%，因为这一点，我们成立了两只新的基金。这两只基金都是封闭式基金，因为我曾经经历过购买我基本面—价值基金的三只养老金让我濒临死亡的情形。他们正好在价值市场处于底部的时候赎回基金提现。我经常想给我们三只开放式基金多一些长期资金。因此，我现在有两只封闭式基金，其中ABC北美深度—价值基金(ABC North American Deep-Value Fund)——严格购买北美深度—价值股票，ABC特别便宜股票型基金(ABC Dirt-Cheap Stock Fund)——可以购买任何地方的股票的基金。我能够购买世界各地的非常便宜的股票。我仍然是我的基金的唯一最大的持有人。因此，基金对我来说是非常好的，尤其是你看我的基本面—价值基金的业绩——过去15年的复合收益率是16%，它成长到现在的规模没有用太多的钱。

我也许错了，但是我认为你的投资风格是机会价值投资。这样的说法正确吗?

我可以给你很多描述我投资风格的形容词。我的投资风格是机会主义的、深度价值、逆向投资、耐心的、积极的、遵守投资纪律的、关注重点的和有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迫切感的。还想要更多的词吗?

不要了,这是描述性的词语。当你准备买股票时,你在多大程度上使用定量分析和定性分析?我认为你描述自己是80%的价值型投资者和20%的成长型投资者。是吗?

我们主要是深度价值投资者,但是你想要不陷入价值陷阱就得保持谨慎。因此,我们一直在寻找股票——也许被有增长潜力的公司打败。

很多其他价值型投资经理,无论是康迪尔、邓普顿、布兰帝(Brandes),还是普切蒂(Puccetti),在其投资组合中都很少有资源股。这不符合他们的投资纪律,然而,我知道你的投资组合中有莱昂矿业公司(Lionore Mining)和很多不同的资源公司。

是的。我的意思是,我们持有哈德湾矿业(HudBay Mining)。我们在FNX矿业(FNX Mining)上赚了很多钱。

你现在还持有FNX矿业吗?

没有,我们前不久卖掉了,我们获利退出了。我们以大约4.75美元的价格买入,全部以大约12美元的价格卖出。随后我们又将所有赚来的钱买了股票,我们发现了哈德湾矿业。哈德湾矿业的价格是2.75美元,我们最终将其股票出售给了5家机构。我们买入的时候它非常便宜。我们遇到了经理彼得・琼斯(Peter Jones),我喜欢他,因为他穿着短袖T恤,钢笔写字时下面有塑料垫,他的手也许有点脏。我们信任他和他的管理层,我们也相信这样的事实,即我们认为他们有伟大的商业计划书和伟大的业务模式。

该公司之前有一些不好的名声。它早期有一些管理层的问题,但是所有的一切都改变了。市场没有把这些因素考虑进去,是吗?

是的,你知道,当我们遇到彼得,我们(先前的疑虑)烟消云散了。

你在多大程度上使用定量研究和定性研究?

我们是非常有选择性的,我们是选股人。我们是净资产价值买入者。因此,无论是构件公司还是资源类公司,我们都将公司分解为很多部分,然后将各部分的价值加总看其相对于交易价格的价值。因此,对我们来说,海湾矿业和凯纳拇集团(Canam Group)没有实际的差别。他们都有好的管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层，我们认为他们的交易价格都显著低于其价值。因此，当凯纳拇集团以5.75美元融资时，我们首先认购。

你看资源类公司时有不同的参数吗？

没有，我们使用同样的规则。我的意思是，我看资源类公司的方法很大程度上是与其他任何工业公司一样的。我们看账面价值、拆分价值、净资产价值、现金流、管理层素质和账外资产。事实上，我感觉不想买入英科公司，但是我们感觉与英科公司相关，我们应该买入海湾矿业以及之前的FNX矿业。我们买入欧洲锌矿公司(EuroZinc)的方法也是一样的。

告诉我关于欧洲锌矿公司的一些情形。

我们以0.60美元的价格买入。没有人喜欢该股票。事实上，其价格甚至低于我们的成本，我们不能理解。因此，我们买入了更多的股票，但是最终我们的收益增加了。我们持有该公司超过2 000万股股票，我想我们都是在其价格一路上涨的过程中卖出的。

美国在《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley)颁布后，越来越多的公司准备退市了？

我们相信《萨班斯—奥克斯利法案》，尤其是404节，也许是公司打算退市的最大的催化剂，因为其成本太高了。实际上，没有必要出台这么繁重的法律，但是我们相信很多外国人不会买入美国市场的股票，甚至是美国证券交易所挂牌的股票，因为他们担心《萨班斯—奥克斯利法案》。他们担心遵守该法案需要提交的所有文件和增加的成本。这也是我们喜欢美国市场，尤其是小盘股市场的原因。我们持有很多小公司和退市的小盘股美国公司的股票。

有时候你的个性反映在你的投资风格中。价值投资经理人倾向于简朴，成长型投资经理人在其个人生活中更愿意承担风险。

你是在问我？你不得不学会在一张纸的两面写字。我将要说的是，当你成为一名企业家的时候——我不得不教育所有为我工作的同事——维持节俭不是一个问题。我在最新的技术上花了很多钱。我不认为我必须得有很多大理石和花岗石。我在家里可以使用它们，但是我开着一辆开了8年的车，我妻子开着一辆新车。因此，我的意思是，每个人都有他们的风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我想底线是你不得不相信你的投资哲学。我相信保守，你知道，而不是将事情扔出去不想。更重要的是，一个男人的头寸是另外一个男人的口中肉。我们经常发现股票被打压而显得便宜。我的意思是这是非常漂亮的，但是这里没有大理石。因为我是我自己的基金唯一最大的持有人，我承担着最后的责任。

是的。

我一直以来尊敬的英雄之一是哈里·杜鲁门(Harry Truman)。我们处于同一条路上，因此我们很严格。因为我们观察自己的底线，无论是选股还是在办公室，我们从来不削减薪水。我们经常及时支付账单。这是我哲学的一部分。我观察我的先父，他是一位零售杂货商。他在 16 岁的时候从高中辍学，在 1939 年参加了加拿大军队。当他在 1945 年离开军队的时候，他在 22 岁时回家了，没有受到教育。我观察他如何经营零售杂货店。当我在几年前的 1 月写 ABC 远景的时候，我从父亲经营其企业的方法中学到了很多。我过去在货车上工作，经营角落里的杂货店和适当地管理投资管理公司有很多相似的地方。你不得不观察你的底线，你必须对自己的雇员和将钱让你看管的人非常敏感。

这非常有趣，因为选股和经营你自己的企业需要不同的技巧。你认为你选股时看中的要素对你经营自己的企业的方法有影响吗？

我们有非常开放的心态。几年前，我们买入了很多宾馆。人们以每间房间带来的收入(revenue-per-room，RevPAR)看这些宾馆。我们不这么看。我们看其净资产价值。当我们以重置成本看皇家约克宾馆(Royal York Hotel)时，你在其他地方找不到这样的资产。因此，雷克斯宾馆房地产投资信托(Legacy Hotel REIT)是我们持有的最大的股票，买入原因和皇家约克宾馆相同。我们以不同的方法来选股，我们将买入其他人不想要的股票。我要说的另外一个方面是，便宜股票倾向于存在于便宜的行业中。我们的投资组合中没有任何银行。我最近持有的一只银行股是龙馨银行(Laurentian)，但是我已经卖掉了。我不认为我必须持有所有的银行股。如果我发现 5 只矿业公司的股票，或发现 5 家宾馆的普通股看来非常便宜，我会全部买入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再多说一下你的公司。你的公司非常专业。我去过一些公司，那里的人穿夹克。

不会的，我们的公司周五不会穿休闲装。我们都必须穿西服、打领带，这也适用于我。这不仅是对我的尊重，更重要的是对走进公司的我们的客户的尊重。我们所有的竞争者，他们能穿自己想穿的任何衣服。在我们公司，当我们的客户进来的时候，我希望我们的职员都精心打扮过，穿着西服、打着领带。底线是尊重客户，客户是上帝。只要他或她进来，只要他们不讲其隐私，我们就会在任何时间接听他们的电话。我们会为他们提供金牌服务。适当的尊重是服务的一部分。公司是非常守旧的。

你的投资风格是随着时间的变化逐步演变的吗？你管理资金的方法也许与 15 年前有所不同。

是的，投资风格的演变是自然的。我在 ABC 远景的背面写了有关这方面的内容。我的标题是“组合管理：像酒一样，年代越久远，越醇香”。我给你类比的例子是曲棍球球员、篮球球员或甚至橄榄球球员。他们在 30 岁左右达到顶峰，随后状态下滑。在那个年龄，组合经理仍然是新手。随着时间的流逝，组合经理的业绩会变得更好。从自己的错误中学习，犯过几百次错误，也成功过几百次，从而发展自己的投资风格，也许在 40 岁的最后几年或 55 岁前自己的业绩和投资风格到顶，或稳定下来。

但是你不得不一路适应变化？

绝对是这样。你不得不成为自由思想者。你不得不非常灵活。要活到老学到老。

我们处于商品熊市很多年了，其间有一些周期性的牛市。在 20 世纪 90 年代初到 90 年代末的这 10 年间，你在哪里发现了价值？

当高科技股票在 20 世纪 90 年代末走势像疯了一样的时候，我们拒绝买入高科技股票。我们看着北电网络的股票价格一直上涨到 124.50 美元的高点。该公司账面价值为 11 美元，其中一半是商誉。就我个人而言，商誉就像空气。因此，我不会碰这样的股票。也许其价格在 1 美元左右是合适的。我们不会买入交易价格是其收益 100 倍的股票。由于这一点，我们失去了很多客户，但是我拒绝买入这样的股票。相反，我买入像加拿大面包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司(Canada Bread)——股票价格从 40 美元下跌到 10 美元——这样的股票。我以 10 美元的价格买入,买入后不久,其交易价格为 8.75 美元。因此,对我的客户来说我看起来像个白痴。他们非常失望,但是买入该股票是我们盈利最多的投资之一,因为该公司没有倒闭。

我们有很多像加拿大面包这样下跌幅度很大的股票,因此我们在反弹时做得非常好,当时接力棒从高科技股票转到了价值类股票。基本上,我们只是坚持深度价值风格,在加拿大和美国选择股票。我们也进行了很多收购。几年前,我们买入了很多资源类股票、石油和天然气股票。我认为在最近几年中我们投资收益最大的两只股票是奈克森石油 (Nexen)和塔里斯曼(Talisman)[1]。我买入这两只股票的唯一的原因是它们都很便宜,让我觉得难以置信。因此我买入了这两只股票。

我们重仓持有林业股票。我们持有河岸林产公司(Riverside Forest Products)。我们以 8.75 美元、9 美元左右的价格买入,我们在 30 美元左右获利售出。我们非常灵活。这是我们成功的原因之一,保持灵活、遵守投资纪律和重点投资。我们与 TSX 指数的相关系数或相似程度非常低。当我成立 ABC 特别便宜的股票型基金时,一位同事告诉我,“我认为如果你命名新基金为 ABC 特别便宜的股票型基金,无疑没有机会转换投资风格”。这很好,实际上这就是我们的风格。我们努力不转换投资风格。因此,当我看 TSX 的很多成分股时,坦白地说,都不便宜。因此,我们不买入银行和庞巴迪(Bombardier)。当我们正好买入其成分股时,我们不买入公用事业股票,我们一度持有安德烈斯酒业(Andres Wine)9.9%的股票。我们持有雅宝殡仪服务(Arbor Memorial Services)。没有一个人买入这些股票,因此我们买入很多这样的截然不同的股票。

你是否认为当股票被分析师高度关注时,赚大钱的机会已经失去了?

这很有趣。我经常使用的类比是,你知道,8 年一个轮回。你有 30 位分析师跟踪北电网络。第 31 位分析师跟踪北电网络的边际收益是什么呢?你会跟踪像莫加公司(Morguard Corporation)——控股莫加房地产投资信

[1] 加拿大最大的独立石油公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托(Morguard REIT)——这样的公司。没有人跟踪这样的股票。我们以非常便宜的价格买入。只有一位多美年证券(Dominion Securities)的分析师跟踪它。我们以20美元的价格买入，也许其净资产价值为45～50美元，还没有人进行跟踪。因此，你买入了很多像这样的股票，有些太简单了。

也许你不能说其他投资经理什么，但是为什么多数基金经理会对偏离指数犹豫不决呢？

我不准备说其他人，但是我的感觉是有很多极端推崇指数的人。我们从来不对偏离指数忐忑不安，因为我认为我们不是核心基金经理。如果你是核心基金经理，你想接近指数以保护你自己，但是从我们的观点来看，我们是专业基金经理(specialty managers)。我们是对核心基金经理的很大的补偿。有句老话说，"要么吃得好，要么睡得好"。如果你想吃得好，你不得不多承担一些风险。我不介意多承担一些风险，尤其是经过计算的和可定义的风险。我有好的分析师为我工作。我们评估股票，我们在计算其价值后，确定其是否值得买入。

价值型经理过去说他们可能买入股票早了，卖出也早了，这意味着他们买入太早，一般卖出也太早。

买入太早，卖出太早，是这样的。

你认可这一说法，并说这很好？

你知道什么？我买入股票是因为其看起来便宜，卖出股票是因为按照价值衡量其太贵了。你持续地把接力棒传给其他持不同观点的人，他们认为"这只股票有动能"。他们不介意买入账面价值2.5倍的股票，但是我介意。到那个时候，经常要赶另外一辆公共汽车，尤其是在美国市场，在那里我们发现了很多非常便宜的股票。我想我有更多的资金来进行管理。

我认为我知道下面的这个问题的答案，但只是遮盖起来了：你不使用技术分析，是吗？

我们使用技术分析。

哦，你使用技术分析？这让人吃惊。

是的，我们进行基本面分析，但同时在我们下单买入之前，我们喜欢看技术面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为这对执行买入和卖出指令真的很重要。

绝对如此。我们看图表。

你的卖出纪律是什么？

是非常严格的纪律，在20年前，我为《金融邮报》(*Financial Post*)写过一篇文章。文章的题目是"买人容易，卖出难"。我一直以来都使用这个类比。你买入一家公司，你变得与总裁很友好，你们一起出去吃晚餐。你甚至让他们的小孩到你的游泳池游泳，你不得不分清喜欢公司和管理层与喜欢股票价格之间的区别。底线是股票价格上涨——你仍然喜欢总裁，你仍然喜欢他的公司，但是其已经不再便宜。股票价格已经涨了一倍。其交易价格比如说是25倍的市盈率，你决定执行卖出纪律。如果你卖出了，下次他打电话请你打高尔夫，你感觉自己像是本尼迪克特·阿诺德(Benedict Arnold)[1]。你知道我的意思吗？

知道。

但是事实是你不得不区别对待。我对自己的股票是坚决和残忍的，对我的妻子和孩子是温柔的。也许这就是应该的状态吧。

考虑你发现非常便宜的股票的情形，我确信你经常发现像北电网络和类似这样的公司的昂贵的股票。你是否想卖空组合中的股票？

不想。我个人只卖空过一次。我用自己的钱赚了50%，但是不值得这么做，因为这要求我每10分钟要给经纪人打一次电话。底线是当你卖空一只股票时，你有无限的能力。我认为你不得不有一些心态去做多或做空。我有做多的心态，一名多头投资者的心态。坦白地说，我想晚上睡得好一些。我不介意买入安德烈斯酒业9.9%的股票，或买入堪萨斯州的堪萨斯城人寿(Kansas City Life)或美国国家保险(American National Insurance)，但是我只想做多头。我买入这些公司，因为我认为它们很便

---

[1] 本尼迪克特·阿诺德(1741～1801年)是美国独立战争革命家和军事家。1775年在马萨诸塞的莱克星顿爆发战争时候他志愿从戎，参加殖民地人民对英国人的战争，他作战英勇，屡负重伤，官位终至少将，因为残废调往费城，接着为奢侈生活贪钱而破坏州和军规。1779年他向英国方面出卖美军情报。1780年9月阴谋通敌的计划败露后脱逃，后来作为英军的一名准将，1781年率兵对康涅狄格的新伦敦进行袭击，在伦敦度过余生。阿诺德被乔治·华盛顿判处缺席死刑。道德败坏的本尼迪克特·阿诺德的名字由此成为"叛徒"的美式代名词，等同于圣经中的犹大。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宜。

对的。当你有无限的亏损和有限的收益时，这不是一个非常好的风险—回报交易。简单地说，你有100%的最大收益。

确实如此。

从不同的角度来说，你有一个非常好的网站。我认为我还没有遇到过比你更透明的人。显然，人们从网站中汲取思想。你是否曾经怀疑人们是否在接受你的思想？

是的，我的意思是这是一个自由的世界。我们决定那样做，我们有两个网站：abcfunds.com 和 valueinvestigator.com。我们不必拥有第二个网站，但是我在 1999 年末和 2000 年初价值市场正处于底部时，决定我们需要一个说明我们在做什么的工具。更重要的是，向我们的客户解释我们的投资哲学。我必须承认，我们有 2/3 的客户不住在大多伦多地区(Greater Toronto Area)。我们的客户遍布世界，包括移民出去的加拿大人。我们有马耳他(Malta)、海峡群岛(Channel Islands)、英国和美国的客户。我有一个住在捷克布拉格的加拿大人客户，他说与我们保持联系的唯一方法就是浏览我们的网站。他能够知道自己想知道的一切。我们只是在有全职雇员时对公司进行分析，并将分析结果放到网上。我的责任是确保世界都知道公司的情况。在我们卖出某只股票后，正如你知道的，无奈会在网上说明卖出该股票的原因。这些信息会在网上保留 3 个月。我们努力在理智上保持诚实。人们能从网站上窃取我们的思想，这很好。更重要的是，我们由于我们的网站积累了很多客户。有些人买了一些我持有的股票，随后发电子邮件或打电话给我，他们说，“你还持有这只股票吗？”我会告诉他，“没有了。”我的意思是他们甚至不是我的客户。我会告诉他，“没有了，3 个月前我们就卖出了”。

因为你的固定收益背景，也许再多谈一下充分管理基金。如果我们看看你持有的债权，很多是公司债券或高收益债券。

是的，可以是任何债券。我们不买入政府债券的原因是，我们发现所有的政府债券都很贵。无论你买什么，不管是 6.85%的奈克森债券(Nexen Bond)，还是努发化工，与加拿大政府债券相比都是相对便宜的。因此，我仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然有当我在霍奇森—罗伯顿—莱茵公司管理资金时积累起来的从事差价交易的思维。我对股票使用同样的方法。换句话说，我用市盈率倍数、账面价值折扣、价格收益比等看小盘股与大盘股的差价。这对我很重要。

如果你持有一只普通股，你有时也会持有其债券吗？

是的，我们这么做过。我的意思是，在少数情形下我们会这么做。我们持有荷兰全球保险集团(Aecon Group)的可转换债券，我们在我的另外一只基金中持有其股票。我们认为买入可转换债券对平衡型基金来说是合适的。

我认为那是很重要的，因为你为债券增加了很多价值。90%的平衡型基金投资于5年、10年或20年的政府债券，其次是一些股票。不值得这么做。当债券回报的一半被管理成本消耗掉时，实际上你提供不了债券名义上的价值。

是的。

你在增加债券的价值，多数人没有这么做。你在布泰尔·古德曼公司管理的是动态收益基金(Dynamic Income Fund)。

是的，是在布泰尔·古德曼公司。

如果你发现找不到适合你的标准的股票，你是否会增加组合中的现金头寸，或只是说，“我只是让头寸变得更大？”

如果我找不到可以买的股票，我会储存现金。如果我发现有很多股票可以买，这就告诉我市场是便宜的。如果你找不到可以买的股票，市场又贵了。再一次说明，我们是选股人——我们不是市场时机把握者——我们总是在观察。这很有趣。我们也许会经常发现便宜的股票，无论市场行情有多坏，只是因为我们经常在做调查。例如，我们一度只持有一家名叫S&K的知名品牌(S&K Famous Brands)——弗吉尼亚里士满的连锁男子服饰经销店——公司低于5%的股份。该公司支付给我们6美元的特别股息。这很棒。没有人跟踪这家公司，这对一家上市公司甚至是不应该的。我们持有新泽西一家名叫食品阿罗磨杂货店(Foodarama Grocery Stores)的公司的股份。该公司全部股份不到100万股。我在北美深度价值基金中买入了该公司。我们的买入价格是37美元，随后其跌到了32美元。我被套牢了，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在我们出售时的价格是接近 60 美元。

你是否有段时间怀疑过自己的投资风格？你知道，当人们指责你，并赎回基金提现的时候，是否怀疑过自己的投资风格？

你知道，这很有趣。回到 1999 年和 2000 年初，当时北电网络、360 网络(360 Networks)和红帽公司(Red Hat)的走势都很疯狂，我们有很多客户简直是和我大吵大闹。我们有一个客户说我是昨天的人，因为我拒绝购买高科技股票。“市场是这样走的。我们将进入新的 10 年。”我相信沃伦·巴菲特也有类似这样的经历。这很有趣，一个客户很生气，他说他想起诉我，并让媒体曝光我。我说，“因为什么要起诉我呢？因为我自己的工作？”我说，“我拒绝买北电网络。”我说，“你很清楚我们提供的服务的原因。我们是深度价值基金经理。”他非常失望，当他离开时我很高兴，因为他开始正常地打电话了。随后一段时间，我不接他的电话。但是底线是坚持我们的投资风格。可以这么说，我们不会人云亦云。无论我们做什么，我会再次重复。这容易吗？不容易。我们不得不非常关注。

我记得我的妻子对我说，当形势真的很艰难时，“无论你做什么，你都要在自己的衣服上带上它，回家时也带着它。”她说，“你知道，也许是时候挂起你的夹板了。”我说，“相反。”我决定重建。我开始建立了价值调查者(Value Investigator)网站。我扩大了公司的规模，雇用一些新人为我工作，再次聚焦于深度价值。直到今天我也不后悔。

这是悲观主义最大化(maximum pessimism)的时刻，是的，这个时候约翰·邓普顿说你应该买入。之前有篇某人从 PH&N 笔记中摘录的文章。他说，“如果你感觉对自己的组合非常、非常不舒服，你也许获得了一个伟大的组合。如果你对自己的组合非常满意，”随后他说，“也许你应该改变自己的组合。”你认为这个说法正确吗？你对感觉不舒服的组合感到舒服吗？

我会说，如果我不得不在麦基尔大学以 B 的成绩毕业，获得沃顿商学院工商管理硕士和注册金融分析师资格后，在我的职业中再多学一门课，这门课就是儿童心理学。对股票进行深度价值分析是一回事，知道心理学游戏又是另外一回事。我猜我努力想知道的是，当你开始感觉自己的胃里恶心，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你想呕吐,用白话说是你想吐得满地都是,也许在告诉你已经到底了。人们的心理只能承受这么多,随后你认输。

我做过15年的投资顾问和组合经理,我现在有那种感觉。我记得很多时刻,当时市场在7天中直线下跌,我想,"这已经到底了。快要结束了。"跌得足够深,市场开始上涨了。你只是有那种感觉。

我是少数真的受过这方面培训的人之一。我的意思是,一生的机会是在哈里・马科维茨门下学习。实际上,课程更多的是矩阵代数而不是其他任何东西。我曾经说过,我使用的心理学适合股票市场,因为股票市场是一群贪婪的人想赚钱的地方。

这就是我所发现的。很多专业人士没有考虑人们的情绪。长期资本管理公司(Long-Term Capital Management)有两位获得诺贝尔奖,是非常聪明的人,但是他们没有考虑市场上的任何情绪。

是的。

为什么计算机模型中百年一遇的事情每6年就会发生一次呢?

这很有趣,你提到了另外一个因素。当我准备去沃顿商学院读书时,我在联谊会会堂(fraternity house)做了两年的服务员。我为两个黑人工作。我记得厨师斯派基・麦基弗(Sparky McIvor)有一天对我说,"那么,你学的是什么呢?你在沃顿商学院学的是什么呢?"当时正好在校内,他在那里工作很多年了,也许当时有60多岁了。我说,"他们教我如何分析公司,并发现便宜的公司,随后买入。"这是一个来自少数民族聚居区的男人。他说,"好,再具体一些。"我说,"我们分析这些公司。我如果决定要买值得买的公司,我会买它的股票。"他说,"这意味着什么呢?"我说,"我买股票,我填写支票,拿出真金白银。我填写好支票后,将其递给经纪人。"他说,"那么,你得到的是什么呢?"我说,"一张凭证。"他说,"那么,这张凭证是什么呢?"我说,"一张纸。"我听到他捧腹大笑的声音。他转头对他的伙伴基恩・罗斯(Gene Ross)说,"基恩,你听到了吗?这个家伙疯了,他拿自己的真金白银去换一张纸"。

你知道,当你想这件事的时候,斯派基是不是大错特错了,尤其是在市场上发生所有的恶作剧之后。企业建立在信任的基础之上。你是一家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的总裁。你来到这里,你能向我卖出一套商品。我不得不信任你。我之前已经被说谎的人骗了,每个人之前都被说谎的人骗了。当你真的想这件事的时候,这就是我们在做的事。我们只是买入一张纸,并希望这张纸会变得值很多钱。这就是我墙上有花了我 7 美元的 Bre-X 股票的原因。100 股花了我 7 美元。在顶峰时其价值为 2 800 美元。这也是我不能忘记斯派基教给我的东西的原因。

你见过你的多数客户吗?

我们有 2 000 个客户,他们遍布全世界。但是我们与他们在电话里沟通。我有一个 800 电话。他们可以在任何时间给我打电话。我们会告诉他们我们觉得他们是否合适。我们不想要每个人的钱。现在,我打破了规则,因为我在基金里有我所有的钱。我信任我的管理层,但是我不信任其他人。

当我第一次进入企业时,我唯一担心的事是:我如何吸引相信我投资哲学的客户?随着时间的推移我的努力获得了回报,但是我认为这是因为不相信我的投资哲学的客户离开了,剩下的都是相信我的投资哲学的。这也是你的发现吗?

是的,他们相信或不相信你的投资哲学。你总是会由于这种或那种原因失去客户。你知道,他们为自己孩子的住房提供抵押,或他们也许需要经营等。因此,这是游戏的一部分。但是,我的意思是,你知道,客户的构成在改变。当我需要资金启动我的基金时,刚开始的时候,我获得了一定的客户。他们也许三四年后离开了。正如我的一位导师和我说的,"他们为你提供资金是有目的的。当你开始启动自己的基金的时候,你的风险有一些高,他们进来了。现在你有了新的客户进来,他们以不同的眼光看你"。你经常要重新配置客户,就像你配置股票一样,但更重要的是,我们开发出了一定的可以跟踪的、让人舒服的业绩水平,只要你坚持,你会吸引不同的客户。

显然,当你买入股票时,你在基于市场的价格买入企业。股票价格会显著低于你的买入价格。当你买入股票后,你会对其重新估值吗?你是否曾经说,"我错了",并止损呢?

我对买入的股票重新估值。

以低于平均价格买进?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的，如果我们认为股票是好的，我们会以低于平均价格买进。我们买入了很多公司，当我们最初买入时就期望其价格下跌，因为你不可能每只股票都买在底部。只要你抓住了主要趋势，我们喜欢在价格下跌的时候而不是价格上涨的时候买入。在价格下跌的过程中，我没有任何竞争对手。我们只是不停地买入、买入，最终摊薄了买入成本。尤其是我们现在的规模这么大，你不能一下子全部买入。

我阅读了几乎你过去的所有信息。你提到了一些事情——我认为是有趣的，我们正在失去加拿大的一些公司吗？我猜想这是一定的，因为并购的存在。这种趋势会一直持续增长吗？

是的。如果你失去了像英科公司的股票，这种感觉尤其强烈。你知道，就我个人的知识而言，亚利桑那的一家公司菲尔普斯(Phelps)准确地说不是一家加拿大公司，因此，这也是我在 1996 年创立美国基金(American Fund)的原因之一。

你在美国发现了比加拿大更多的有价值的股票？

是的，在保险公司，我们明确地发现了更多的价值。我的意思是指宏利(Manulife)、太阳人寿(Sun Life)和大西人寿(Great West)的表现很好，但是我们不能以其账面价值的 2.5 倍买入其股票。我准备持有得克萨斯加尔维斯敦(Galveston)[1]的美国国家保险、纽约的总统人寿(Presidential Life)或康涅狄格州的凤凰保险公司(Phoenix Companies)，上述三家保险公司的交易价格都等于或低于账面价值。

银行也一样吗？

我曾使用保险公司代替我的银行股。你将买入成为保险公司的银行，反之也一样。

在过去 17 年或 18 年里，你的脑海中是否有一只股票是你投资盈利最大的？

有，有一只股票很特别。我们买入电子屋(Electrohome)[2]，这是一家

---

[1] 美国得克萨斯州东南部港口城市。——译者注
[2] 加拿大专做投影机的公司，于 1998 年被佳士得(Christie)收购。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有多个电视台的制造公司。它从来不做其他业务。我必须承认我有一点不耐心，随后它把自己的电视台出售给了加拿大电视网有限公司(CTV)，我最终持有了巴顿(Baton)的股票。随后巴顿被加拿大贝尔(Bell Canada)收购。因此，我们持有了这样一只股票，我认为我们仅仅因为其价值而赚了10倍。

很难维持这样的耐心？

是的，你不得不耐心一些。我的意思是你给予特殊时刻的一定的信息做出了最好的决策，是吗？这是主观判断。

我们再说一下非常便宜股票基金。该基金也遵循同样的投资哲学？

其投资目标是全球的，但更重要的是，其投资风格更加激进。我认为从长期来看，其风险—回报对持有人是非常有利的。这也是我自己以相当规模的资金买入的原因。

我们也与加拿大人寿(Canada Life)有有趣的关系。长话短说，我们是首个进入其万能寿险(Universal Life)保单的非加拿大人寿投资产品。我买了第一张保单，全部投资于我的基本面—价值基金。因此，这有点像从人寿保险公司获得很好的长期资金。因此，底线是你经常准备在基金之间转换。对我的一生来说，我不怀疑人们为什么这么做或那么做的本能，只要有道理就行。他们都超过21岁了。如果他们想卖出一只基金并买入另外一只基金，我的意思是，我该怎么做呢？

在最近的1966～1982年的商品周期中，美国股票市场是萧条市场，始于1 000点，收于1 000点。这是其最终的结局。我们面临另外一个商品周期，美国市场过去7年相对来说是一个萧条市场。你在这样的一个萧条市场上赚了不少钱吗？

我认为是这样的，这可以从市场是不完全的事实中得到解释。

从宏观的角度来看，你认为我们处于长期性的商品牛市吗？

这只是暂时的现象。你知道，所有的事情……树不能长到天上。所有的一切都将过去。因此，底线是暂时的，事情看起来不错。我的意思是，你不能总是依赖中国和印度推动世界经济增长。最终，经济会下滑。我们有希望变得足够聪明记得下车并换到另外一辆车上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你听到人们谈论商品泡沫，并将其与科技泡沫对比。但是你还可以发现很多有价值的股票。

是的，当我晚上睡觉时，我倾向于在休息时听广播。我们购买了一家加拿大以外的公司。

非常无聊的业务？

非常无聊。它能够带来现金流。

老巴菲特的风格？

是欧文·迈克尔的风格。我的意思是我不看巴菲特怎么做。我看我们自己，我们能够购买它。我的意思是我们也许在做巴菲特二三十年前做的事。我的意思是如果他要购买有价值的股票，他不得不用几十亿美元购买一家公司的股票。我们的好处是我们可以用 2 500 万、3 000 万或 4 000 万美元的头寸买入有价值的股票。这是我们的全部头寸。我会在董事会上用我所有的基金一次买入。因此，这有点简单。你不想变得太大。你将仍有灵活性在股票市场上做有趣的事。

我想起了巴菲特在其年报中说的，“如果任何人知道一些价值真的被低估的公司，请让我知道。但是我不得不向该公司投入至少 50 亿美元”。他说，“如果任何人知道了任何被低估的公司，请给我打电话，因为我一直在找这样的公司”。

我们发现了被低估的公司，我马上就可以买入。我们在美国找到了很多这样的价值被低估的公司。

三十年河东，三十年河西。有时大盘股比小盘股低估的程度更高。

是的。

因此，你会买入大盘股。你在过去买入大盘股了？

是的。我们喜欢变色龙——我们会围绕很多这样的股票买卖股票。我们不放弃任何一个板块、任何一个行业以及按照规模衡量的股票类型。事实上，我们投资所有具有深度价值的股票，而不管其是大盘股、中盘股还是小盘股。我们同时还发现小盘股和微型股票是最不完美的，理论上我喜欢买入大盘股。这样做的压力很小，因为我能够一次买入自己想要买的数量，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以一次全部卖出。

我经常使用蟑螂存活与恐龙灭绝的对比。蟑螂在任何时候都能适应气候的变化。

你的组合集中投资的程度很高，并像很多非常成功的人那样思考。你不像一些基金经理那样使用"撒出然后祈祷"(spray and pray)的投资方法。你认为这样做有多重要？

底线是当我在沃顿商学院读书时，他们在研究。他们说组合中的 11 只或 12 只股票给你带来最大的收益。如果我有 11 只股票，我会睡不着的，但我想如果你的组合中有 30 只或 40 只股票，如果你称之为集中投资，我能够容忍这样的情形。这基本上是完美的 ABC 基本面—价值基金的情形。这是一个 7.5 亿美元的组合。你不想由于多个原因过度多样化。作为一名股票分析师，你从来不能跟着所有的股票。更重要的是，我记得读了《华尔街日报》大约 10 年或 15 年前一篇文章，文章提到了这样一个事实，真正成功的基金经理前 10 只股票的持仓量最低位为 40%。换句话说，让这些收益很大的股票持续上涨，不要频繁地买入和卖出。因此，我们倾向于让我们的收益很大的股票持续上涨，除非我们感到不舒服。我喜欢睡得好。

这是重要的，因为人们的情绪使你卖出收益很大的股票，持有亏损的股票，直到其回到你买入的价格。

绝对是这样。

随后你看到人们的组合亏损。

确实如此。正如你所说，这是人类的天性。这很有趣，当我们回到 2000 年时，当时有 2 个养老基金要离开我们，我们不得不在 2 周内从 3.3 亿美元的组合中筹集 1 亿美元。当时我做的就是保留好股票，卖出垃圾股。我不能称这些股票为垃圾股，但是它们是较差的股票。结果，它使我的业绩在接下来的一年变得非常好，因为好股票占了组合中更大的比例。我让其继续上涨。

你过去曾经是多伦多期货交易所的副总裁，是吗？

是的。

这需要不同的心态？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是的，我担任这个职务是因为我在 1985 年出售我的股份前，仍然是布泰尔·古德曼公司的非正式合伙人。更重要的是，在布泰尔·古德曼公司，我曾经在央街(Yonge Street)和艾格连顿大道(Eglinton)工作。我甚至不知道市中心。我想，“无论如何让我买一个交易所的席位”，一个席位的价格是 6 500 美元。随后我决定竞选交易所副总裁。当他们在几周后计算出选举结果后，我差了一两票。他们对我的演讲印象深刻，他们说，“你为什么不来帮助我们呢?”我说，“你的意思是什么?”“好的，我们使你成为副总裁，我们会为你支付薪水。”他们有些愚蠢，如果他们让我成为交易所的副总裁，我将会被琐事缠身。

让我们看看你的超额回报：1993 年是很突出的一年，你的业绩上涨幅度很大。

上涨幅度是 121%。那是我的老虎·伍兹(Tiger Woods)年。你知道，你在每个地方都是一杆进洞。即便是我的失误也让我赚了钱。我当年盈利最大的股票是什么来着？当年我削减了固特异(Goodyear)的持仓，但是盈利不多。我盈利最多的股票是环球石材(Global Stone)。这是一家业绩非常好的总公司(aggregates company)。我的买入价是 3 美元。你获得了认购 1.5 股的权证。当其开始交易时，第一笔成交价下跌到 2.75 美元。因此，我已经亏了 10%。

我回到了绘图板上。我说，“现在，该股票便宜了，市场不知道如何对其进行估值”。因此我买入了更多的股票。我不会说我的收益会翻番，但是接近翻番。在 6 个月内，该股票的交易价格大约在 4.50 美元或 5 美元。其权证对我来说没有任何意义，我想我以大约 3 美元的价格卖出。随后我持续滚动投资其他对我们来说表现非常好的股票。

1933 年是在很多股票上取得全垒打的一年。另外一方面，其他业绩糟糕的年份呢，比如 1998 年?

1998 年对我来说是糟糕的一年，因为我的小盘股在亚洲禽流感后没有及时回调。它们确实回调了，但时间是在接下来的 1999 年，因此我不得不艰难度日。在我业绩好的 1993 年中，我犯的一个错误是我持有小盘股的时间有点长。小盘股让我在 1993 年赚了很多钱。现在想起来，我应该在 1994

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年秋到初冬的时间更加激进地卖掉它们。市场在下跌,但是我仍然赚了很多钱。当有需求时,你不得不卖掉,尤其是小盘股。你能经常容易地卖掉加拿大贝尔。

是的,但是小盘股的流动性枯竭了。

确实如此,其流动性枯竭得厉害。

你在 2001 年和 2002 年取得了正的收益。国内几乎没有任何一个基金经理能够做到这一点。这只是因为投资风格的作用吗?

不是的,来自我 1999 年和 2000 年的布局……

这是水到渠成。

这是水到渠成。我对我的信用和我自己的客户的信用有足够的耐心。相信我们的本能的人最终获益了。

当时你在石油上看到了很多价值。其价格是 10 美元或 11 美元每桶?

是的,石油的价值多一些,但是我们有很多像加拿大面包公司这样的股票。我们买入了人们不想碰的很多股票。我的意思是,我们在过去几年中盈利最大的股票之一是 E-L 金融(E-L Financial)、哈尔·杰克曼公司(Hal Jackman's company)。我们以 240 美元买入,该公司支付给我们的股息是 24 美元。你不得不援助哈尔及其儿子邓肯(Duncan)。他们在经营该公司方面做得非常好,事实上,该公司就像一家私营公司。

你是否曾经为自己的现金敞口进行了套期保值?

在 1 加拿大元兑 0.80 美元前,我一直进行套期保值。这样做的压力太大,成本也很高,我决定不再做套期保值。这伤害到了我,尤其是我的美国基金。我的两只加拿大基金持有 25%～28%的美国公司。你下棋吗?

我下棋的。

我乐意放弃车来偷一个皇后。因此我乐意以现金亏损 5%、6%或 7%来购买上涨 40%、50%、60%的便宜的美国股票。这就是我做出这一选择的原因。

是的。起初只有你管理基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的，开始时只有我自己管理基金。

就管理企业而言，知道何时变得更大是一个艰难的决定吗？

当我离开布泰尔·古德曼公司时，我给一个好朋友——詹姆士·P. 马歇尔公司(James P. Marshall)的安·马歇尔(Ann Marshall)——打了电话，告诉她我离开了。她是一名养老金顾问。她说，“好的，你准备做什么呢？”我说，“我想单干了，开始组建一家投资顾问公司。”她说，“瞧，我有一件空的办公室，如果你愿意，可以进来，直到你招聘好了人员，并开展业务。”我在1982～1990年一直在那个办公室办公了8年。她很友好，就像一位顾问一样对我非常有帮助，她同时也是一个纪律性非常强的建设性的批评者。

分析师是如何分工的？他们有自己特定的观察的行业，还是他们只是随机得出自己的想法？

一个分析师处理所有的固定收益信托，一个分析师跟踪所有的加拿大股票。另外一个分析师跟踪美国的股票，但是相互之间有交叉。当我们开会时，我会带两名分析师，因为我喜欢拥有一位持有不同意见的顾问。

但是你做决策？

与他们一起做决策。最终，一些人不得不改变意见，但底线是我非常尊重他们的判断。

你知道，当你与很多价值投资者交谈时，他们中的很多人在说同样的事。一些人要比其他人成功得多。如果有一些重要的东西可以把你和其他价值投资者区分开来，你成功的秘诀会是什么呢？

我花了很多时间做投资。我早上很早起来归纳我的投资哲学，以明确我哪里做错了，哪里做对了。我很幸运有一个非常支持我的妻子和4个孩子——也许牺牲了一些我们家人待在一起的时间，以便我们能够做投资。你知道，我最大的儿子16岁了，他对我说，“爸爸，继续坚持你做的。我喜欢加入你们。我喜欢你们公司人的工作”。因此，我们明白了。现在，我认为投资是乐趣。我享受着投资的乐趣。我能够控制我的压力。是的，我的意思是，你在办公室有艰难的一天，但总的来说，我喜欢投资带来的兴奋感。你知道，投资不是一门学科。某一天你用的是数学知识。另外一天，你用的是宏观分析，随后的某一天，用的是微观会计，接着是宏观经济学，接下来你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会用一切可以使用的知识。你使用自己的经历，以及你对解读人们及其身体语言的感觉。这需要时间。

我猜你与高净值个人打交道，但他们是散户。

是的。

显然，情绪会逐渐消失。我认为行为金融学真的很重要。它能把好的投资者与差的投资者区分开来。这是你在自己的网站上有这么多教育资料的原因吗？

我喜欢我们的两个网站链接的《纽约时报》(*New York Times*)和《星期日泰晤士报》(*Sunday Times*)，我们对两家报纸的信息进行归档处理。我们想让人们在其把资金给我们之前真的知道我们是什么样的。通过了解我们，我们能够保留客户的时间会更长一些。因此，他们不会在市场下跌5%时马上给我们写绝交信(“Dear John” letter)[1]。另外，我们在后面还开投资会议，我随后会向你介绍。我们有时一个月召开一两次会议，我们进行专题研究。

你有一项自己从来不会打破的投资规则吗？

实际上没有。我的意思是很多规则只是常识。如果我犯了错误，我会坦白承认。你不要试图相信你自己的英国标准(British Standard, BS)。换句话说，没有一个人是不可战胜的。我们确实会犯错误。这也是在铅笔末端会放橡皮擦的原因。

我已经忘记是否问过你，你犯过的最大的错误是什么。

我也许犯了一些错误，但是你知道吗？我不想记住这些错误。这是常

---

〔1〕在西方，Dear John Letter 指的是情人写给对方的绝交信。“Dear John Letter”成为一个大众词汇是在第二次世界大战的时候。男人们应征入伍，留下了他们的妻子或女朋友。由于常年在外征战，他们的情人纷纷移情别恋，另寻他人。这样的绝交信往往以“Dear John”来称呼绝交对象。信的开头一般也是固定的：“我已经找到了我的另一半，但他不是你。所以我想我们还是分开的好。”

可以想象，在战场上收到远方爱人的绝交信对奋勇作战的战士来说是十分痛苦的，更为痛苦的是，他们都被统一地称呼为“Dear John”。因为这样的信带给战士们的往往是刻骨铭心的伤感。于是“Dear John Lette”在战后广为流传。

有趣的是，“Dear John Letter”还引出了另外一个词组“That is all she wrote”。第二次世界大战时在军队中有一个流传很广的笑话：一名士兵将女友的来信念给战友们听。“Dear John”，他刚一开口就停住了。战友们催他继续往下念，他说：“That is all she wrote.”(她就写了这么多，我被甩了！)——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识。我们管理着很多新加拿大人——亚洲人、东南亚人——的资金。对这一点我很自豪。他们的语言不是很好，但是他们信任我们。这让我兴奋。我们为很多只使用法语的加拿大人管理资金，我们努力做到最好。我们努力竭尽所能，我们仍然是一家小公司。我们说过，我们努力为你的资金提供最好的回报。我不能离开这里因为我是最大的客户。我的全部退休储蓄计划(RSP)都在基金里，我妻子的退休储蓄计划也都在基金里，我告诉我的孩子，让他们最好对我好一些，因为爸爸管理着他们的注册退休储蓄计划，其全部在基本面一价值基金里。我开玩笑地对我的一个儿子说，“你最好对我好一些。”我的儿子开玩笑地说，“为什么我要对你好一些呢？”我说，“因为读一个小的初级学院和哈佛商学院是有区别的。”

退休储蓄计划的最低投资额也是 15 万美元？

是的，但是你能够部分使用你的退休储蓄计划，部分使用非注册资金来补足 15 万美元。

你是否想过你能够管理的最多的资金量和最少的资金量呢？

在不增加人手的情况下，我们也许最多可以管理 20 亿美元的资金，因为我刚雇用了一些新人。我们在逐步地整合他们，我们有能力管理更多的资金。

在你读过的书中，你认为人们应该阅读的伟大的书籍是什么？我在书架上看到了《证券分析》(*Security Analysis*)，这是一本入门书籍，但是你发现的最有价值的是什么书呢？

我读了很多书。事实上，我今天在问一个问题。我在读一本研究第二次世界大战、盟军士兵和 15 件不同的事的书。这本书与投资没有任何关系，但让我印象最深的是它表现出的足智多谋和简单。我们有一个问题。我们如何实现自己想要的目标？股票市场也存在同样的问题。我如何适当地进行投资？

因此投资界之外的事情与投资相关？

有很多事。我的意思是，我喜欢阅读哲学书籍。我阅读奇怪的金融书籍。我阅读报纸——每天 3 张、4 张、5 张报纸。我的意思是，我能一整天待在家里使用谷歌进行搜索。但是我没有时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去，是否有在某种程度上塑造了你的投资哲学的事，你说，“哇，这就是我要进入的方向?”

没有，我的意思是，正如我的一位好朋友几年前跟我说过，“欧文·迈克尔的风格很有趣。他买入一只股票。他随后就会因此受到客户2年的抱怨。随后在第二天，发生了一次大的并购，他赚了所有的钱”。就是这样。确实如此。

彼得·普切蒂说他有一个好朋友与他开玩笑。他说，“彼得，我会等你买入一只股票，随后再等上几年，接着我会买入”。

是这样，这样的事发生了。

你想再次评价一下技术分析吗？移动平均线？你看RSI?

是的，我们看这些指标。

这正好是一个区分因素。我认为这很好，因为所有我采访过的人中，只有成长型投资经理会看技术指标。价值型投资经理会说，“你知道，我不关注任何技术分析指标”。

技术分析适合我。我的意思是，在你买入一只股票前，你应该经常检查技术指标。我喜欢明确股票的趋势以及成交量和其他任何指标。我想涵盖所有基础因素，当我不进行技术分析时，就是我犯错误的时候。

技术分析告诉你什么呢？股票在市场上的看法吗?

我喜欢看上升趋势、下降趋势和类似的指标，我有很多家伙和我谈论这些技术指标。我只是说，“你认为这只股票技术上的表现如何?”如果有牛市形态证实了我的基本面分析，我会买入。

我认为这是最有价值的。谢谢。

很好。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ABC 基金价值投资 10 条戒律

低市盈率倍数

我们寻找交易价格低于 10 倍市盈率的股票，这会降低为某一只股票超支的风险。

低现金流倍数

我们寻找交易价格低于现金流 5 倍的公司。这也降低了为某一只股票超支的风险，发现很多"非常便宜的"股票。

账面价值/净资产价值打折

我们喜欢买入交易价格是账面价值/净资产价值打了折扣的股票。在很多情况下，这不仅能够发现大幅低估的股票，而且能发现主要的并购候选公司。

隐藏资产

经过全面的分析能够发现隐藏资产的例子有：税前亏损递延、养老金过多、房地产、潜在的分拆、首次公开募股(IPOs)和有利的诉讼。

管理层

在寻找出现转机的股票时，有两类管理层是关键的：(1)稳定的、主动的管理层；(2)糟糕的管理层——使公司适合进行主动的并购。

适合 21 世纪的产品/服务

这包括利润丰厚的可扩展的持续成长的市场。我们避免买入拥有过时的市场萎缩的产品的公司。

价值催化剂

为了推动股票价值上涨，我们寻找有明显的价值催化剂的公司。一些有可能有价值催化剂的例子是有新方向的新的管理层，重要的出售或购买有意义的资产，未经同意的并购要约，不高兴或不耐心的主动的股东向管理层施压要求进行改变或出售。

与竞争对手相比估值打折

比较估值指标如市盈率、现金流的变化，可以推断出该公司存在被寻找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩大市场的相对昂贵的加拿大或外国竞争者并购的可能。

投资分析师出具反面意见和没有跟踪的股票

因为价值低估的股票被投资者关注得少，考虑到努力增仓买入时，几乎没有买入的竞争，“充满了上涨的可能”。一般来说，价值被低估或没有被跟踪的股票会提供很大的资本获利机会。

纪律

保持跟踪和遵守严格的关于低市盈率、强劲的现金流和价格目标的价值纪律。不要沉溺于买入今天受追捧的股票！综合运用耐心和坚持获取超额收益。耐心！耐心！耐心！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弗兰克・默施

——非线性思维让你致富



“资本消耗最多的地方，就是你的组合进行主题投资的方向。”

很难准确量化弗兰克・默施(Frank Mersch)在过去多年的业绩记录，但是我认为，我们能够有把握地说他在过去 20 年里每年的业绩回报平均接近 20%。对于一位哲学专业的“目的是为了证明世界上有天使”的人来说这是不错的业绩。没有任何线性思维帮助弗兰克的思维摆脱了常规思路的束缚，领先其他人。这样的回报使一位投资者在 10 年内的资金涨了 5 倍，帮助其迅速积累起可观的财富。

之前我曾经去过前街资本(Front Street Capital)的办公室，但是在我采访弗兰克・默施的早上，我再次对其印象深刻。前街上的建筑比较旧，有一种浓重的历史感。尽管前街距离多伦多市核心区只有几个街区，多伦多市中心摩天大楼的水泥丛林后还是有一种让人耳目一新的感觉。当我走进建筑内部，看到其布置后，会有这样明确的印象：这家资金管理公司的人员必定是独一无二和非传统的。这很有趣，但是你能够通过居住在其中的公司办公室类型说出很多指导基金经理的运营和规则的信息。

从 4 楼的电梯走出来，正好看到接待室，如果你朝右看，你前面就是敞开门办公的运营部门。办公室没有任何装饰——没有大理石、高档画作、木

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

镶板、著名的雕塑或其他我至少见过的东西。走过一小段垂直的楼梯，与接待区域近在咫尺的就是核心的营运部门，开放的空间中有一张大桌子，所有的组合经理都在这里办公。面对接待室的是弗兰克·默施和诺曼·拉玛奇(Normand Lamarche)坐的地方，两人并排坐在计算机前。

这两位受人尊敬的基金经理，在阿尔塔米拉(Altamira)共同工作，两人决定再次走到一起组建前街资本前，他们都创立过各自的公司。弗兰克的公司称为卡苏里纳(Casurina)，尽管该公司早些时候也使用套利这样的策略，但主要还是一家多头/空头对冲公司。套利交易帮助他在 2000 年创造了惊人的业绩，当年上涨 75%。利用其自身的优势，公司能够以非常快的速度增长。尽管按照前街管理人员的说法，其不想管理大量的资金。这只会抑制业绩的增长。

加里·塞尔克(Gary Selke)运营公司，这允许弗兰克花费他所有的时间管理资金。弗兰克告诉我，这是公司取得成功的一个关键因素之一，一些知名基金管理公司出现的问题是基金经理也试图运营企业。既然运营企业和管理资金需要不同的技能，两个岗位的分离绝对是一个好主意。既然基于收入的费用是公司最大的一块收入——以业绩费的形势出现，保持业绩上涨是很重要的。无论如何，在前街默默无闻到成为知名的公司离弗兰克·默施离开著名的阿尔塔米拉公司——在那里，有 1 000 人一度崇拜他说过的一切——的时间很短。

我在公司的会议室采访了弗兰克，这儿与交易室只有几步远。我再次喜欢上了小的、家庭似的办公室，我的一个独特印象是这不是一家大的公司怪兽。在计划中的采访开始前，我没有意识到这一点，但是弗兰克有几天度假去了，实际上来到办公室就是为了我的采访。除了感激外，我也有一种感觉，他比其他场合下更加放松。他很谦虚、实际上讲话柔声细语，完全不是我想象中的那样。

我们用了 2 个小时，尽管我们从上午 8:00 就开始采访，但还是让我们度过了全部市场的交易时间。在正常的营业日中，我的研究告诉我在交易时间很难有这样的一次与弗兰克在放松状态下进行讨论的机会，他提到在采访中，尽管他和诺曼并排着坐在一起，他们在每个交易时间中只不过说过两句话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的采访内容涉及他的哲学和历史学位的个中原因到他的老福特F－150和曲棍球教练能力。这些都不像弗兰克需要管理资金的理由，他自己投资超过1亿美元购买基金。这也使得明确弗兰克成功的原因及其为什么要这么做变得更加有趣。这是出于自利、对业务的热爱还是只是不信任其他人管理他的资金？这些类型的问题——定性问题——实际上会告诉你一些人及其取得成功的原因。

鲍勃：我经常发现你的大学学位是哲学，这很有趣，这帮助你塑造了自己的投资流程？

弗兰克：我认为是这样的。实际上我读的是历史和哲学。历史在重演。与市场和一般的主题相关的历史与策略是重要的。历史会经常回来并重演。市场有不同的施压点(pressure point)和夹点(pinch point)，但是在一天结束的时候，尤其是在加拿大，因为市场的周期性，历史和季节性以及所有这些因素影响着市场。哲学上很明确，这不是简单的线性思维；这是多维思维，对常态提出了挑战。我的主题是论证存在天使。我不得不认为天使是存在的。天使是否存在是个学术问题。你提出论点，使用逻辑进行推理，然后得出天使存在的情形。这是耶稣会(Jesuits)的托马斯·阿奎那(Thomas Aquinas)的主要观点。因此拿我的主题与其进行对比是很有趣的。显然，他的论证和逻辑要比我的更加严密和有说服力，但无论如何，这是一项有趣的工作。

有人告诉我，如果你不准备成为基金经理，你会成为伟大的哲学教授。[笑了]你是一位沉思者。我认为就市场而言这显然只说对了一半。每个人都在看同样的资产负债表。

是的。我认为每个伟大的基金经理不得不在某种程度上跳出常规思考，在业内从业时间长的人都有一定的投资风格和其开展运营的一些假设。但是他们不经常脱离这些范围。因此这不是简单的线性思维训练。这是很重要的多维思维训练。

当你读大学或还是小孩的时候，是否经常对市场感兴趣？

我对已经存在的市场没有任何概念。我在斯卡堡(Scarborough)长大。我的父亲是机械师。我的母亲是家庭主妇和看护者。我的父母1954年从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德国移民到加拿大，我的父亲终身为加拿大大众工作。让人吃惊的是，他不是一个风险承担者，这是我在父亲身上看到的。他有能力在这个国家开发很多经销商，但他从来不承担风险。他待在公司中。有趣的是，我母亲有两个哥哥：其中一个是风险承担者，另外一个不是，选择为美国大众工作。我的父亲在安大略开发了很多经销商。他是加拿大大众的第三个雇员，他为加拿大大众在整个加拿大开发了全部的服务以及很多的经销商，而不说一句英语。

那么你是怎么进入这个行业的呢？

我的父亲是运输企业的机械师，我的祖父是工程师、火车司机。我的曾祖父是火车司机。每个人都在运输企业，因此我有飞行员驾驶执照。我有商业飞行员驾驶执照，我想进入加拿大航空(Air Canada)项目。

你也有？我有 300 小时的飞行时间。我在 17 岁时拿到了驾驶执照，并准备开商用飞机。

是的，我的想法也是一样的。我参与了加拿大航空的项目。在我非常小的时候，我就开始戴眼镜。他们对我说，“你能给我们飞货运飞机，并终身在西北地区飞行，或者考虑一下其他职业”。这是我所做的。在我获得飞行员驾驶执照后，我完成了大学学业。

我离开去了欧洲一年，当我回来后，已经没有多少工作为哲学和历史专业的人开放了。我有些什么选择呢？卖保险。我真的不想卖保险，因此我去了皇家信托(Crown Trust)。他们给我两个职位让我选择，其一是在转让部(transfer department)，其二是在投资部。我真的不喜欢皇家信托转让部的领导，投资部的领导似乎很酷。他似乎喜欢一个有兴趣的家伙，我说，“好吧，我去投资部”。

在前 9 个月的时间，我的工作是给证券上美国证券库斯普号码(CUSIP numbers)[1]，因为美国证券库斯普号码刚刚推出。随后的 9 个月，我开始做定期存款和现金管理——货币市场投资。任何时候只要有加拿大债券的

---

〔1〕美国证券库斯普号码为辨认所有美国股票及注册债券的编号，CUSIP 系统由美国统一证券辨认委员会(Committee on Uniform Securities Identification Procedures，CUSIP)管理。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拍卖，我就会坐在基金经理的席位上，努力收集来自所有不同的经纪商的加拿大债券，因此我们会打电话，并报出我们的价格。

在货币市场上，我大约做了一年的股票交易。在做股票交易时，我参加了所有的课程。你知道，是加拿大证券课程(Canadian Securities Courses)[1]和相关的课程。我开始做我自己的分析和买卖股票，并把这些结果给他们，他们说，"好，你知道，你现在能做分析了"。因此，我在最近的矿业周期末尾成为矿业股票分析师，这很有趣。

我认为我做分析师的第一年，鹰桥(Falconbridge)[2]每股下跌18美元，次年其每股收益为18美元，因此我在非常小的时候就知道了商品的波动。实际上，鹰桥在我做矿业股票分析师时从18美元每股涨到了180美元。我分析诺兰达(Noranda)，分析北安大略省(Northern Ontario)的黄金股，如拉科矿业(Lac Minerals)和霍林格矿业(Hollinger Mines)。我分析过所有这些真正的经典黄金矿业公司——现在是加拿大黄金公司(Goldcorp)的子公司。

因此我在做这样的工作，随后我去全国人寿(National Life)做了一年的分析师/初级组合经理。这份工作我做了一年，但是我非常不喜欢我服务的对象。我没有发现经历有多重要。我回到皇家信托，继续我的职业生涯，做分析师和助理组合经理——实际上意味着你不能做任何事。你基本上去参加午餐会，然后做自己的分析工作。随后我去了摩根信托(Morgan Trust)，他们有些哄骗我，说，"过来吧，你能够管理3亿美元的资金"，我去了后发现没有任何资金。当时资金由莱克唐(Laketon)管理，因此我说，"你雇用我做什么呢？我没有任何事可以做"。因此我说服他们，我们应该有一次比赛，一年中回报最好的人随后在公司运营资金。我那年做得不错，并管理了公司的资金。随后由于希望运营越来越多的资金，我们组建了共同基金。我们去了欧洲，我们通过这样的方式获得了资金。

我随后从摩根信托到了监护资本(Guardian Capital)。我起初去了鲍

[1] 加拿大证券课程是由加拿大证券协会组织的认证考试课程。这一证书受到加拿大金融机构普遍认可。在加拿大银行业、证券投资业、保险业等金融机构工作的很多从业人员都持有这一证书。——译者注

[2] 全球第三大镍生产商。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勃·洛葛斯(Bob Ruggles)——当时是西摩·舒力克(Seymour Schulich)非常好的朋友——管理的洛葛斯克莱斯戴尔(Ruggles Crysdale)。因此我被推荐给了舒力克。随后洛葛斯和监护资本合并了,我成为特别投资——所有的私募和所有的一年或一年半另类投资——的总裁。

随后我不知道我为什么要那么做——我不清楚自己那么做的原因——但是我离开了监护资本。我有非常好的工作。你知道,在鲍勃·克莱姆比尔(Bob Krembil)之前,我就在那里。非常有趣的是,诺曼·肖特(Norman Short)也在那里。在那些日子里,有很多基金经理不正常地离开了。诺曼·肖特非常聪明,但也是一个非常严厉的监督者。琪琪·德兰尼(Kiki Delaney)也在那里。因此,这是一个孕育不同想法和思想的孵化器。通过诺曼·肖特,我及时地遇到了彼得·蒙克(Peter Monk)和乔·罗特曼(Joe Rotman),以及周围所有的人,还有刚从纽约回来的杰瑞·史华兹。因此所有这些激进的年轻人创立了公司。

我记得巴里克黄金公司的起源,当时乔·罗特曼卖出了其石油公司在内华达的黄金资产。你知道,当时黄金是热门(hot ground),而且是大热门(geothermal ground)。直到鲍勃·史密斯(Bob Smith)取得了进展,没有人能够接触到黄金,因为你不能开采黄金,他能够平息内华达的热度,并开发出美国巴里模式(American Barrick model),办成其他重要的事。

随后,当然我们有从事并购和杠杆收购及类似业务的杰瑞·史华兹。因此我们有一大片犹太人组成的队伍努力创业。

我来到了皇家信托。那是一个商业机构。他们在那里,你不能破坏它。直到我在阿尔塔米拉工作,所有的这些商业机构开始破灭。因此,当我在监护资本的时候,你已经能够看到太阳人寿(Sun Lifes)向共同基金的演化。在那些日子里,你知道,麦肯齐氏刚开始营业。因此,大多数的分析师和组合经理的培训都来自人寿保险公司。它是一个孵化器。它是一个培训基地。它是一个人们学习业务的地方。

你说的话很有趣,因为我注意到了罗伯特·克林比尔和其他人。他们开始时都在人寿保险公司工作。

是的,那只是方式而已。信托业也一样,因为这是一个老家伙组成的网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

络。比如多伦多俱乐部(Toronto Club)和全国俱乐部(National Club)。你不能打破它,尤其是一个来自斯卡堡的男孩。地狱中没有任何机会。但是你能与这些家伙一起成长。克林比尔创业了,随后是布泰尔·古德曼公司的奥斯汀·布泰尔和西摩·舒力克,还有麦肯齐氏。我与宏富(American General Finance, AGF)一起发展。还有马丁·西杰曼(Martin Seagerman)——当时加拿大顶尖的基金经理之一。我只是在观察他们,我看他们如何投资。他们不按照惯例投资。他们承担风险。他们看不同的事物,这是一个伟大的观察和培训基地。

韦恩·迪恩斯说他曾经在加拿大银行工作,有人告诉他如果他赚的美元数是自己年龄的几千倍,他就非常非常成功了。因此他说,"我35岁了,'在60岁时,我将赚到6万美元。一定有一些重要的事要比这要好。'"[笑了]

是的,确实如此。我的第一份工作我想是一年挣9 000美元。直到我去了摩根信托,我最终一年挣9万、8万或7万美元。随后我去了阿尔塔米拉,那里无关紧要,绝对无关紧要。我再次遇到了罗恩·米德(Ron Meade),他说,"我们不得不组建一家咨询公司"。他投资固定收益产品。他说,"我们有一些钱要投资股票。我们需要一位股票基金经理,我想建立平衡型基金。你是否要过来?"我说,当然可以。

你获得了公司的股权,是吗?

他承诺给我公司的股权。随后在我加盟公司后,我不得不抵押我的住房以便买入公司的股权,直到我全部支付完毕后才解除了抵押。支付的购买金额是象征性的。但是你知道,我加入阿尔塔米拉是因为他说,"这是一个你可以赚100万美元的地方"。对我来说,100万美元是个很大的数字。因此我说可以加盟。他说,"我会使你成为百万富翁。我已经使很多人成为百万富翁"。老阿尔塔米拉是一家风险资本集团,风险资本业务由贝克尔(Baker)负责。公司的3个负责人是洛温斯坦(Lowenstein)、罗恩·米德和贝克尔。这三个人是加拿大风险资本的创建者之一。他们是躲在阿尔塔米拉背后的人,随后阿尔塔米拉的出售以及所有的问题都源于此。但是阿尔塔米拉是一个伟大的培训基地。我们在超过13年的时间里从一无所有积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

累了170亿美元。

你离开了那个团队。威尔·萨瑟兰(Will Sutherland)、巴里·艾伦(Barry Allan)和诺姆·拉玛奇(Norm Lamarche)还在那里。戴夫·泰勒(Dave Taylor)也没有走。

是的。我们品尝到了成功的喜悦,因为这是一家非常开放的公司,我们允许人们运营资金。人们,你知道,按自己的意愿行事,自己犯错误,我们有很多非常聪明的成员。我们有安斯沃斯(Ainsworth),在我离开后,他在高科技泡沫期间的一两年成为基金经理。随后我们有伊恩·约瑟夫(Ian Joseph)和苏·柯曼(Sue Coleman)。

苏。是的。她有好几个孩子。

苏是一个非常聪明的小盘股基金经理,随后是诺姆。在加盟阿尔塔米拉前,他为加拿大银行工作。

我过去看你在1993年回到阿尔塔米拉的资料。你是否怀念几千人出来围观你的情形?还记得金融论坛吗,有几百人围绕在你周围?

不,我根本不怀念这样的情形。我不怀念人们想与我交谈的情形。当时只是对我的奉承。在那之后,你的头脑会发热。但之后所有的关注和其他的事情都来了,随后我与监管者的问题也源于此。

阿尔塔米拉的所有权斗争有段时间在某种程度上分散了公司的精力?

是的,分散了公司的精力。我们厌倦了,威尔和我以及资深的经理都厌倦了。我们想卖出股权,我们想尽早卖出股权。我认为一年后卖出股权太迟了。也许应该在一年前卖出,我们应该把股权卖给财政部(TD)或一家主要的银行,我也许现在就可以在一家银行工作了。我也许不会为银行工作,但是我的投资期将要结束,我可以做其他事了。从我们拥有计划这个意义上说,确实分散了我们的精力。

我们基本上说我们将组建公司,我们将出售公司,因为我们有风险资本家和股东。在早期,我们决定我们需要一位分销伙伴,这个分销伙伴是宏利。因此我们完成了整个计划。我们也设计了我们需要多少客户才可以使我们看上去成为合适的收购方。计划非常完美。遗憾的是,在做这些业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的4年的时间里，我生命中的每一分钟都用在了营销、销售或管理投资组合上，你快要崩溃了。我用了大量的时间，最终我实际上没有享受到生活的乐趣。

宏利在2002年以2美元或其他价位购买了嘉纳科资本公司20%的股权。他们说，这是他们做过的最好的投资之一。

是的，也许是一项伟大的投资，就像阿尔塔米拉一样。

他们最终因该项投资获利4.5亿或4.6亿美元，他们实际上没有放弃任何东西。他们的所有权是其出售曼纽维斯特(ManuVest)的结果。该公司有10亿美元的资产和糟糕的业绩，由于这10亿美元的资产，他们最终持有阿尔塔米拉1/3的股权。但是我们当时需要它。我们运营养老金和加拿大最大的一些大学和公司的开发资金。但是我们忽视了所有的这一切。你只是不停地工作、工作。

当你从外部来看的时候，从头到尾你都看清楚了，但是当你在做的时候，你看不清楚……

是的，在某种程度上就像你乘机在星期六早上回家，随后在星期日乘机返回。你知道，我们在做什么呢？出售养老基金的过程是一个冗长和乏味的过程。因此这是一个非常有趣的时期。资金涌向共同基金和养老基金。

你在阿尔塔米拉曾经说加拿大市场每3～4年才有一次机会。是否因为我们在20世纪90年代处于商品熊市？

是的。你知道，商品周期对我们有利的唯一的原因是我们确定了石油和天然气领域的巨大变化。这不是因为商品非常重要，而是因为商品的周期性非常强。很多大型石油公司离开了自己所在的国家，在尼日利亚、委内瑞拉等国寻找石油。所有这些国家都是危险的地区。他们在出售资产，这不是很难，因为他们生产的石油以每桶5美元出售。他们的出厂价是5～6美元。我们给这些国家的资金越多，他们因石油而赚取的现金流就越多，因为出厂价在那里，石油的品质在那里，这些国家还适当地使用二维和随后的三维地震勘探与水平钻孔等新技术。水平钻孔使钻具的切削头更多地接触石油，因此你能够更快地提取石油，你的折耗更高。这是我们取得最长的较高业绩的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个人认为我们的资源板块业绩不错，但是我们在其他领域也非常成功。我们涉足了很多板块的兼并。我们是拉巴特(Labatt)最大的股东之一。我们将一部分股票出售给了杰瑞·史华兹，随后又买了回来。随后我们出售了另外一部分股票给斯图尔特·贝尔金(Stuart Belkin)，之后把一部分股票卖给了吉米·柏德森，我们努力使每个人都在为争夺控制权而斗争。拉巴特实际上是最后的几家老男人的公司之一，是吗？他们来自安大略伦敦。

我们持有加拿大信托(Canada Trust)，这些家伙真的很傲慢。他们不尊重这一事实，即我们持有其很多股份。我们是拉科矿业(Lac Minerals)——最终被巴里克黄金公司收购——最大的股东。我们是阿雷基帕(Arequipa)——最终被巴里克黄金公司收购——最大的股东。我们涉足了很多贝尔金持有的包装公司。但是，相反，我们也是动态研究公司上市前最早的、最大的股东之一。事实上，RIM 最近进行夹层融资(mezzanine financing)[1]时，我们想全部买入。随后，当 RIM 上市后，他们想买入一个分部。我们建议不要买入，这很幸运，因为其是一家机顶盒企业，随后倒闭了。RIM 只是在编织自己的业务网。因此，我们涉足了市场上的那些领域，而不只是资源板块。

---

〔1〕 夹层融资是指在风险和回报方面介于是否确定于优先债务和股本融资之间的一种融资形式。对于公司和股票推荐人而言，夹层投资通常提供形式非常灵活的较长期融资，这种融资的稀释程度要小于股市，并能根据特殊需求作出调整。而夹层融资的付款事宜也可以根据公司的现金流状况确定。

夹层融资是一种无担保的长期债务，这种债务附带有投资者对融资者的权益认购权。夹层融资只是从属债务(subordinate debt)的一种，但是它常常被作为从属债务同义词来用。夹层融资的利率水平一般在 10%～15%之间，投资者的目标回报率是 20%～30%。一般说来，夹层利率越低，权益认购权就越多。

夹层投资也是私募股权资本市场(private equity market)的一种投资形式，是传统创业投资的演进和扩展。在欧美国家，有专门的夹层投资基金(mezzanine fund)。如果使用了尽可能多的股权和优先级债务(senior debt)来融资，但还是有很大资金缺口，夹层融资就在这个时候提供利率比优先债权高但同时承担较高风险的债务资金。由于夹层融资常常是帮助企业改善资产结构和迅速增加营业额，所以在发行这种次级债权形式的同时，常常会提供企业上市或被收购时的股权认购权。

融资企业一般在以下情况下可以考虑夹层融资：(1) 缺乏足够的现金进行扩张和收购；(2)已有的银行信用额度不足以支持企业的发展；(3)企业已经有多年稳定增长的历史；(4) 起码连续一年(过去 12 个月)有正的现金流和 EBITDA(未减掉利息、所得税、折旧和分摊前的营业收益)；(5) 企业处于一个成长性的行业或占有很大的市场份额；(6) 管理层坚信企业将在未来几年内有很大的发展；(7)估计企业在两年之内可以上市并实现较高的股票价格，但是现时 IPO 市场状况不好或者公司业绩不足以实现理想的 IPO，于是先来一轮夹层融资可以使企业的总融资成本降低。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为加拿大市场也许比其他市场的周期性更强，有必要在加拿大进行更多的交易吗？我的意思是，你能成为一个伟大的买入并持有的投资者吗？

按照周期的性质，你不能买入并持有股票。当然，我们现在处于超级周期中。我希望我更多地做一些买入并持有的交易。当我回想阿尔塔米拉的那些日子时，你能够持有一家公司超过10%的股票而不用提交书面文件。有一段时间，我们以每股0.10美元持有加拿大自然资源(Canadian Natural Resources，CNQ)35%～38%的股票。当我们买入并持有弓河河谷(Bow Valley)——后来成为塔里斯曼——大约20%～25%的股票时，今天所有的大型石油和天然气公司都是廉价股。当我在阿尔塔米拉时，我们斥资70亿美元投资加拿大西部(Western Canada)，包括精密钻井。那里有五六家钻井公司。每个人都担心我们将把它们合并，我们不想让它们合并，因为我们不想让钻井成本上涨，因为我们的投资组合中90%是石油和天然气，而不是钻井资产。因此，我们早些时候持有旗锋(Ensign)、精密钻井和所有相关公司很大的头寸。你知道，我们很激进。我们在建仓阶段非常激进。在某些方面，我们只是变得太大了，随后要分心出售一些资产。

这是下一个问题。显然，你变得越大，管理资金就越难。因此为什么你起初组建卡苏里纳，并确立其对冲结构与多头/空头模式呢？

我了解到在阿尔塔米拉最后的三四年里，美国人开始进入我们的市场。加拿大市场欢迎外国投资。你知道，欧洲人进来了，当时是石油最繁荣的时期。但是他们在某种程度上进入后又离开了。就像经纪公司曾经的境遇那样。美林进来了，美林离开了。高盛进来了，高盛离开了。

在顶部进入，在底部离开。

是的，但是你从来没有真的看到一致性。随后突然间，在阿尔塔米拉最后的四五年或六年里，我们看到富达(Fidelity)首先从美国进入，随后开始在加拿大销售基金。我们看到惠灵顿(Wellington)进来了，以集团的形势进行了大笔投资。因此突然之间，我们看到市场上有更多的长期投资者。但是其他的群体也进来了，我经常发现其很有趣，这群人是像来自老虎管理基金(Tiger Management)的朱利安·罗伯逊(Julian Robertson)和索罗斯(So-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ros)。在他们成为宏观投资者之前，他们是多头—空头选股人，积极投资者和诸如此类的投资者。我看到他们买入我持有的很多中盘股和小盘股。我观察他们的操作方法，我变得对其越来越感兴趣了。随后我不停地阅读朱利安·罗伯逊和索罗斯的报告，朱利安·罗伯逊犯了错误，在某种程度上，他是一名非常好的选股人。这个群体是伟大的选股人。但是随后他们想像索罗斯那样，他们想进行宏观投资，随后他们开始在各地进行多样化。

因为他们变得太大了，也许他们不得不开始那样做。

是的，他们变得太大了。随后的更聪明的资深基金经理不会像西摩·舒力克那样操作:离开基金管理行业，进入特许权行业。因此你看到了投资风格的变化。我看到美国的对冲基金进来了，他们的投资非常积极，随后我开始参与他们做的很多交易。我对他们如何管理资金感兴趣。随后发现的事实是，他们卖空并对冲风险，我想那是有趣的。

实际上，在阿尔塔米拉最后的两年里，我想在阿尔塔米拉内部建立对冲基金组。我想领导这些对冲基金，他们说，“不行。你运营我们的旗舰基金。你不能领导对冲基金”。我说，“瞧，我厌倦了。我想有一些改变。我不想运营所有的这些资金。我想再次获得激励”。他们说，“不行。公司将要出售了。我们负担不起你离开或其他任何行为的代价”。因此，组建对冲基金的事没有发生，但是在我离开阿尔塔米拉后，我回来后说，“瞧，这是我想要做的。我不知道如何对冲风险。我不知道如何做”。因此，我最初雇用了帕姆(Parm)和布莱恩(Brian)，我们从零开始。

由于管制问题，这很不容易。所有的人都知道我的过去、我的业绩和其他的一切。我们第一年只筹集到了 3 500 万～4 000 万美元，这已经很不错了。我认为第一年或第二年，我们的业绩会很好，在高科技泡沫的顶部，这样的业绩绝对让人振奋。

1999 年？

1999 年、2000 年和 2001 年。我们利用杠杆卖空高科技股票。我们在 2001 年和 2002 年犯了一些错误，随后我意识到，我没有必要按照那个风格操作。因此我回到了更加传统的多头/空头模式。我也看到其他商品周期正在形成，诺姆有段时间在图斯卡罗拉(Tuscarora)独自投资。他们在做股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权转让(flow-throughs)交易,他们为帝国商业银行(CIBC)管理资金。有这样的业务在那里,但是他们实际上在为其他人工作。我说,"诺姆,另外一个能源周期即将来临。这将是一个大的周期。为什么我们不再次抓住这一机会呢?"因此我们这样做了,而且做得不错,因为我们引入一位商人管理企业。诺姆和我只是运营资金。加里·塞尔克(Gary Selke)是这个平衡中的商人,我在阿尔塔米拉时也有类似的人员。我有优秀的系统管理人员、优秀的会计人员和优秀的业务人员,我运营资金。我想要进行同样的部署。诺姆是一位非常伟大的资源投资经理,也许是我见过的最好的资源投资经理。我见过很多资源投资经理。我感觉这次周期将要来临,是时候进入这一领域了。基本上,我在最近管理中的主题是追求资本消费。资本消费最大的领域,就是你想进行主题投资的领域。我们看到,基本上,能源消费在上涨。我们很早就看到中国的崛起趋势。我们也意识到加拿大西部的能源(即塔砂和石油砂)规模。我们之前去了欧洲,开始讨论加拿大有与沙特阿拉伯类似的资源基础。你知道,每个人都认为我们在吸毒。因为我们看到中国人的消费实际上开始上涨,我们想,"你知道,你抓住了中国和印度的机遇"。随后他们开始成为大的投资主题。像韩国这样的发展中国家使用大量的能源并建设了很多基础设施。

你如何描述这一过程,这个过程是如何演化的?这是否始于宏观分析,随后努力尽早进入特定的主题?

是的。你知道,你想关注资本消费领域。这经常来自基本的分析:推动资本消费的是什么?如果你看最近一次周期,就是互联网。这很酷。你知道,互联网是一个伟大的科学项目。但是直到它们将科学项目变成每个家庭和每个企业的必备项目前,它只是一个科学项目。当我开始做这行时,还没有传真机。传真机是难以置信的。我记得拿到第一台传真机,每个人都很兴奋,每个人开始用传真。这对铜版纸非常好,但是传真机与互联网带给人们的改变相比还是很小的。因此你有了互联网,你需要的是管道。你需要管道。你需要经销网络。所有这些支出和其他一切支出创造了互联网泡沫。因此你有了这样的框架,铺设光纤和环球电讯(Global Crossing)等所有这些事情都要花费巨额的资本。随后,像其他所有事情一样,互联网变得成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟了,之后就知道了赢家和输家。现在互联网实际上不是一个超大的传真机,而是一个经销网络。这一周期来自被压抑的中国需求,但不只是中国的需求。这就像全球化。全球化开始于克林顿(Clinton)执政时期,当时他使世界更加开放,进行更多的自由贸易。这些是微妙的事情,但是随着越来越多的人回顾,说他因禁烟和所有其他事情而出名,实际上冷战(Cold War)消失了。柏林墙倒下了。世界变得全球化了。自由贸易越发重要。贸易壁垒消失了。这是由于中国发展的结果,但是现在更多地与中国有关。我们这次商品周期基于中国这个经济体从一无所有到成长为世界第四大经济体,但是他们也使用巨额的能源。这就是诺姆和我回来的主题,一个大的资本消费周期。这个周期中商品通常持续五六年上涨,随后的 4～7 年是基础设施建设时期。我们在基础设施建设时开始投资。33 个核反应堆和提炼管道等所有这些都来了。麦肯希三角洲(Mackenzie-Delta)管道已经铺设完毕。阿拉斯加管道已经铺设完毕。因此我们仍然抓住了商品周期提供的机会。随后周期的末尾是基于速率(rate-based)的周期。它是经销网络,类似于互联网。它变为基于速率的结构类型。

如果你回顾历史,看过去十五六年的情形,整个商品周期似乎要继续。这是否是因为一旦你发现了铅,从地底下挖出来需要这么长的时间?

是的,就采矿而言,到你发现了储备的时候,在你获得任何现金流之前需要 8 年的时间。我经常看好石油企业,因为它相对要容易得多。对一位基金经理来说,石油企业比采矿企业要好很多,这是因为你能持续地从石油企业获得现金流。你钻探石油,只要管道离你很近或者非常近,你就能够在 60～90 天里获得现金。就采矿企业而言,你身上发生的最糟糕的事情是你发现了矿藏储备。

要很多的基础设施?

需要很多的基础设施和资本支出。品质和规模的差别很大。每个人经常到处走动,对此持否定意见。但是即便在这个宽泛的主题内,还有其他的主题在演化。整个无线主题是发展中国家演化的一部分。全球定位系统(GPS)的演化,每个人都有了 GPS,现在可以知道国家中每个性侵犯者的地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

址。每个人日志中说的简单的事称为谷歌地球(Google Earth),这现在围绕谷歌地球创造了一个完整的行业。能源的成本增加将导致汽车行业发生变化。

埃里克·斯珀特说,“我起初说自己是一名选股人,我是一位优秀的选股人”。他说,“随着投资实践的发展,我清楚地知道,如果我能准确预测宏观经济的发展,我就能将我的回报提高很多”。

这将允许你运营更多的资金。

谈谈你的发展历程?

是的。在很多方面,我是一个非常优秀的选股人。我的问题是我缺乏耐心。买入股票两三年后我就换手买其他的股票了,我不喜欢买入后一直持有。我喜欢发现新的成长股。我喜欢找到处于早期的伟大的公司。我经常能够较早地找到这样的公司,并经常在组合中持有其股票。我只是不能持有其股票足够长的时间。

以 0.10 美元买入加拿大自然资源?

是的。

我记得在阿尔塔米拉工作的前期,我持有新桥(Newbridge)很多的股票,是我组合的 4%～5%。我在 9 美元的时候买入,随后其股票价格跌到了 6 美元。接着特里·马修斯(Terry Matthews)提交了破产申请,我想,“天哪,我差点将公司毁掉。我们的业绩也完了。股票将跌到 3 美元”。他提交了破产申请,但是他没有卖出股票。在 6 个月后,股票的价格涨到了 18 美元。1 年后,其价格涨到了 26 美元。我想,“这样的回报非常好”。2 年后,其价格涨到了 130 美元。我的母亲经常提醒我,她说,“你知道,如果你持有这只股票,你就不用这么担心了”。随着我的年龄逐渐变大,我开始持有股票较长的时间。

从长期和短期来看,你低于平均价格买进股票还是你迅速止损来出售股票?

根据不同的股票有所区别。例如伊普斯科(Ipsco),我以非常好的原因买入,该股票从 20 美元、18 美元跌到了 12 美元。我卖出后,其在 1 年内上涨到 60 美元。因此这是一个非常合适的例子。在这个周期内,现在其价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是每股 100 美元。

我认为这个例子说得好。我的意思是，世界上最优秀的扑克牌选手在 10 手牌中输了 7 手，但是他们持有的 3 手牌都是好牌，他们一举获胜，赢得了所有的钱。他们在 10 手牌中的 7 手中迅速止损。

是的，我也是这么做的。我持有很多股票。我使用霰弹枪策略(shotgun approach)并看其如何发展。随着时间的推移，精简所持有的股票。集中你的注意力。随着时间的流逝，你学会了不同的东西。我现在努力关注的是那些创造行业标准的公司。当我谈论非商品时，我想关注创造标准的公司。因此，RIM 将是手机、电子邮件等标准的倡导者。塞迪科姆(Certicom)对我来说是一家标准公司。笛卡尔(Descartes)是最大的物流公司。我大约 2 年前才持有笛卡尔的股票，当时他们重新关注自己的业务。突然间，他们连续 6 个季度稳定增长，管理层还是原先的管理层。这些人构建了企业的业务，并倡导物流标准。他们只占有 8%或 9%的市场份额，但是他们在那个地区是最大的提供商。

因此我们在持续选择加拿大公司，只有非常少的公司能够成为行业标准的倡导者。这些公司是你想持有的。随着我的年龄变大，我意识到这些公司是你想放到自己的后口袋里，并传给子孙的，对他们说，“20 年内不要卖出”。但是在最后的这段日子里，你不得不变得非常小心，因为管理层偏离了自己的核心业务。这就有点像 RIM 将业务转移至机顶盒，这家公司将会倒闭。发展到今天这样的 RIM，在我们第一次投资该公司的时候，看起来该公司没什么了不起。因此这些公司发生了变化。

这很有趣，因为当麦格纳(Magna)收购澳大利亚的游乐园时，我开始有点担心。我想，“我不知道，游乐园是该公司的核心业务还是其他?”

是的，但是游乐园是他想多元化的东西。弗兰克 · 施敦力(Frank Stronach)不是一个商人。他擅长的是聚集一大帮像我父亲、移民和工兵型(tool-and-die)的制造者——喜欢运营企业但是没有承担更大风险的愿景的杰出家伙。他聚集了所有这些人后，说，“我将领导你们”。他们说，“好啊，你要照顾我们”。在很多方面，这就是我所做的。我找到了加里，他会领导我，随后我只要做自己的工作就行了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一半的对冲基金倒闭了，倒闭的原因是经营出了问题。他们有伟大的基金经理，但是企业倒闭了。

是的。我个人认为那些公司有很多的基金经理要比我优秀。但是我汲取的教训是如何组建一家企业。我知道，只有非常少的人能够同时成为好的商人和好的基金经理。你知道，埃里克·斯珀特是一个好商人，因为他有多年组建经纪公司的经验。但埃里克是一个非常优秀的基金经理。他是一名伟大的选股人。

我问埃里克，“什么是你的遗憾或你怎么做会变得更好?”埃里克看了看我，他说，“我认为我应该把企业经营得更好一点。我认为我能够把企业经营得更好”。

埃里克能够经营一家更好的企业。这一点是毫无疑问的。但是之后，埃里克想二者兼得。他不准备放弃选股的兴趣，因此变得很难平衡。而对我来说，当我要求诺姆和加里加盟后，每个人只有公司 1/3 的股份。我不拥有公司 100%的股份，我的兴趣不是持有 100%的股份。我想成为亿万富翁或诸如此类的人物，但我只想要一份工作，我想有人来经营企业。我非常乐意给那个人相同的股份，因此我不必担心人事问题。你知道，诺姆和我在很多方面是一样的。我们不喜欢和人打交道。

诺姆说很多时候他只读年报。

诺姆和我坐在一起，天气不错的时候我们彼此会说一两句话。这还是在好天气的情况下。

最近完成了一项研究。他们指出了普通人的一些投资问题。随后他们对监狱中的反社会者进行了研究。最终的结果是反社会者胜出，因为他们做任何事都不受任何情绪的影响。因此，你如何克服投资中的情绪扰动？正如你所说的，你有时候变得缺乏耐心。

我经过痛苦的方法才学会如何克服情绪的影响。出于个人原因进行投资是很恐怖的。我的父亲死于食道癌，我持有 QLT 的股票，因为相信它能够解决食道癌的问题。实际上该股票从来没有上涨过，在我卖出后，其最终上涨了。我持有其四五年的时间。过程很伟大。公司很好，但是我买该公司的股票是因为我认为它将会治愈食道癌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你何时持有该股票的？是哪一年呢？我这么问是因为我的一位女朋友的父亲在 20 世纪 90 年代初期担任过 QLT 公司几年的 CEO。

米勒(Miller)？

兰德尔·蔡斯(Randal Chase)是他的名字。

是朱莉娅(Julia)……

是朱莉娅·利维(Julia Levy)。

我记得你过去提到了所有这些事情。在 1993 年，我记得你给我讲过一个故事。你在年底给阿尔塔米拉的一个客户打电话，因为在年初的时候他拥有阿尔塔米拉股票型基金(Altamira Equity Fund)，在年底的时候他拥有阿尔塔米拉股票型基金，他拥有当年阿尔塔米拉发行的每一只基金。我认为你算过他当年的回报率是 32%，显然阿尔塔米拉股票型基金当年的回报率是 46%。你给他打电话，你说，“你知道，如果你在全年只持有阿尔塔米拉股票型基金，不在我们所有的基金之间转换，你的回报将会更高”。

他在交易基金。我认为这个家伙一定做了 180 笔交易。我问他，“为什么你要这么做呢？”因为在那些日子里，很多人从我手中赎回基金，我也受到了影响。在我在阿尔塔米拉初期的日子里，如果有人赎回基金，我会给他们打电话。我说，“你为什么要赎回基金呢？是否因为我在什么地方做错了？你不喜欢我？”我认为多数基金经理需要一些偏执才能变得优秀。常识和偏执都需要。在很多方面，我们是非常不稳定的人。在一个方面，我们不必像其他任何人一样情绪化。

人们在投资时根本不情绪化，实际上业绩会非常好。

我们都是经历过多次起伏的人。我经常说基金经理给你最高的高点和最高的低点。对我们这个行业来说，焦虑袭扰和失败是常事。它能将你吞没，也能使你冷静。我曾见过世界上最差的基金经理——才智过人的博士，因为他们分析过度了。这一行不得不需要一些糊涂、一些无畏。要想保住自己的工作，就需要一些偏执。

这与赌博在很多方面是一致的。不要把赌博和投资划等号，但是投资需要很多与专业扑克牌选手同样的特点。你不得不继续拿着你的枪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的,有时候你孤立无援。有时你是对的,有时你是错的。我尊敬的人之一是罗伊特,因为他能立即改变。

罗伊特告诉我,“我不知道原因是什么”。我在亚利桑那图森的市中心采访了他。他说,“在形势变坏之前一两周或三四周,我通过卖出股票达到的业绩非常好”。他说,“我不能解释这么做的原因。我只是在合适的时间全部做对了”。

是的,他也有亏损的时候。但是罗伊特这样做使得他的业绩将下降17%或18%——你知道,他比我年龄大。随着我的年龄增长,我不想一直对此念念不忘。他似乎喜欢波动。我像过去一样不喜欢波动,因为我没有必要这样。我不需要波动。随着我的年龄增长,更缓慢和稳定是好的。我这样做,是因为我喜欢我做的,但是我不需要伴随大赌注而来的天然的波动。我不想亏损。

你投资中犯的最大的错误——使你亏得最多的——是什么?

我会告诉你,我在阿尔塔米拉工作时,有一年我的业绩低于指数5%。我当年犯的最大的错误是没有买入Bre-X矿业公司。这不是因为我不相信那里有黄金。唯一的原因是我从来没想过他们拥有过黄金。我的哥哥在印度尼西亚工作,他在亚洲工作,他说,“弗兰克,他们能有一座金山。印度尼西亚政府将干预这里,并将其接收”。他们随后这么做了。人们忘记了这些。印度尼西亚基本上征用了所有的土地。但是由于我的组合中没有Bre-X矿业公司,我的业绩低于指数5%。我的组合中也许没有北电网络,我的业绩会下跌得更厉害。因此这是一个大的错误。每年,我都有一次大的亏损。

我不再持有那些将亏损的占据5%或6%头寸的股票,但是我经常会遇到令人讨厌的股票。我经常被一些东西——新概念,如工资卡或其他类似的东西——吸引。我经常犯的错误是,“不错的概念,但重要的是,我不信任管理层”。但是概念是如此好,以致我忽略了基本的管理层的核心问题。这就是我经常亏损的原因。我有不错的想法,长期来看这些想法终将在概念上获得成效。但是由错误的人员或错误的管理团队运营的企业经常让我受伤。每次遇到这种情形,我会跳出这一规则,说概念是不错的,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以致其将超越糟糕的管理层所带来的问题。顺便说一下，这样的情形从来没有发生过。

回到管理层。这是另外一个问题：管理层有多重要？

其重要性让人难以置信。这是我不进行全球投资的原因，因为我不得不能够会见管理层。我不得不隔着桌子在对面坐着。我不得不不时地请教他们。诺姆和我一样。他会错过很多伟大的石油和天然气公司，因为他不认识这些公司的管理层。但是随后他会避免一些真正的让人讨厌的股票。对我来说，我经常犯的错误是相信公司或概念比运营公司的人更重要。

你的卖出决策如何？一些人说，买入要比决定何时卖出容易。

有时你看着价格说，“我赚了足够的钱，让其他的人赚钱吧”。我的问题是，我经常发现其他有价值的股票，因此我不得不把一些有价值的股票剔除出去。我的问题是，我有时卖出得太早了。我最大的挑战是耐心和让事物顺其自然发展，随后再买入。我喜欢持有价格在 0.10 美元或 0.20 美元的股票，并看着其上涨到 2 美元，但是看到其上涨到 200 美元会更好。

你认为自己盈利最多的股票是什么？我觉得诺姆会说有可能是普洛菲科(Profico)。

我有很多获利颇丰的股票。我有哥伦比亚的七海公司(Seven Seas)，我买入的价格是 0.35 美元，该股票最终上涨到了 60 美元。我有很多股票的涨(跌)幅都很惊人，比如清澄加拿大(Clearly Canadian)在我的持有期间从 0.50 美元上涨到 40 美元，随后又回到 0.30 美元。这也是我进入对冲基金行业的原因，因为我不知道我持有的股票会有多少特殊权证或私募。我看着它们有了惊人的涨幅，我从来没有能够摆脱这些股票的影响。我们有动态研究公司，我们有阿雷基帕，我们有七海。在过去几年中，盈利颇丰的股票数量是惊人的。持有这些股票的盈利非常丰厚。普洛菲科对诺姆来说是一个获利颇丰的股票。最近获利颇丰的股票是哈德湾矿业。看看这只股票，其今天的价格比一年前还要便宜。我仍然持有最初的权证。不过，不再持有了，因为已经行权了。但是股票本身是以 0.90 美元发行，并附有权证。对不起，有可能发行价格是 0.09 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴夫·泰勒几年前告诉了我有关的事宜。我们一起去吃午饭，他说有一家没人知道的伟大的小公司叫哈德湾矿业公司，其价格是3美元。

是的，戴夫·泰勒是一个伟大的价值型基金经理。戴夫也是一个非常聪明的家伙。

是的。几年前他在动态基金(Dynamic)创立了小型的对冲基金。他当年的业绩上涨了55%。该对冲基金只喜欢处于特殊情形的小公司。当基金规模只有2 000万美元或1 000万美元的时候，你能够那样做，这很有趣。

是的。我发现整个动态集团很有趣。你如何运作多头基金和多头/空头基金？我不知道如何不发生利益冲突。

因此，中国显然是一个中心议题。

不是，世界是中心议题。实际上是全球自由贸易，而不是中国。

我希望自己活得足够长，因为我认为在未来20～25年内，美元将不是世界的储备货币。我真的坚信我们在看着美元的终结。

黄金在上涨？

我不相信这一言论。我从来不相信黄金是对冲工具。我认为最好的对冲是优质的货币，是在正确的时间持有正确的货币。回到20世纪70年代，当时石油猛涨，黄金走强，但是由于操纵而涨得更高，最好的财富储备绝对是新加坡元和瑞士法郎。如果你正在看着美元的毁灭，记着黄金以美元标价。法国、英国、现在的美国、罗马和希腊，在一定时期都是储备货币。英国和美国在历史上有非常强的相似性，因为这与可支配收入、人均负债、殖民主义和帝国主义相关。在其作为储备货币的地位最终崩溃前，所有这些都等同于美国和英国。

英国的下滑始于其涉足伊朗和伊拉克。多数人不知道今天的伊拉克是由英国人组建的。英国人将其分拆了。他们分拆了多数中东地区。这是其终结统治的开始。现在的美国和英国的历史是非常相似的。作为储备货币，其处于下降阶段。你只是在抵押你的未来。在某些时点，你已经听到了也许我们持有一揽子货币的噪音。如果我不得不赌一种货币，也许会是人民币——下一个储备货币，除非受到任何战争的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们持有几千亿美元，因为那是他们在出售自己的产品时得到的。我相信他们现在不高兴，因为他们想使用这些美元来收购公司，很明显的是，他们想收购优尼科公司（Unocal）——被禁止收购。我猜这是关键，他们将会说，“我们现在持有的货币在贬值。为什么我们要储蓄持有这一货币呢？”

因为中国现在发展成为最大的市场。直到他们单位资本收入上涨，他们需要美国。他们持有美元这一王牌。他们拿出这一王牌，美国陷入不景气状态，他们最大的出口市场消失了。他们将成为美国的银行家。

因此他们会伤到自己，是吗？

不是。美国消费者是像中国这样的国家在发展阶段最大的客户。他们基本上绘制了日本、韩国和马来西亚的蓝图，正在使用简单的蓝图来发展中国。中国和日本的一个不同点在于文化，中国人比历史上的日本人更有企业家精神。另外一个不同点是中国的女性也像男性一样努力工作，她们不从属于男性，而日本女性完全从属于男性。这是我很久以前从在海外工作的哥哥那里学到的一个教训。我说，“我应该将资金投在哪里呢？我是否应该投资于日本？”他说，“弗兰克，如果你想抓住机遇，就投资中国”。我说，“为什么？”他说，“女性也在工作，她们比男性要聪明。整个家庭都在工作”。女性工作，她们更聪明和精明，而日本女性完全从属于男性。因此，不仅拥有中国普通男性的市场，也拥有这个同样有创业精神的中国普通女性市场。

但是当一个主题成为没人都相信的共识后，该机遇能够获得的收益通常也是有限的。这是现在的共识吗？每个人都将相信中国的故事吗？

是的，我已经厌倦了，因为每个人都将主题演绎为商品。这很好。但是，商品最大的一部分是15年里缺乏投资。这不完全是由于中国、印度和类似的其他国家的原因。

我回顾历史发现，在大萧条期间，股票市场显然表现糟糕，但是商品价格实际上上涨了。

商品与股票市场呈负相关。

似乎完全负相关。似乎15年或16年有一个周期。现在，一旦你开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对此下赌注，随后就会发生改变。但是让人惊奇的是该周期的运作机理。我们现在进入商品周期7年了，美国市场没有什么表现，商品价格上涨了。

在我看来，现在世界上只有一个国家有能源政策，这个国家就是中国。程度较轻的是印度。但是在中国，我们没有因其建造了33座核发电厂而对其进行批评。

你认为中国和日本相似吗？将经历类似的增长？

是的。但是一旦中国完成经济转型，就会有更多的消费者。日本不消费，中国消费。他们储蓄，他们消费。

我认为你买入陶瓷防护有限公司(Ceramic Protection)太早了，不是吗？只给我介绍一下你投资的过程，你看中该公司哪一点了？你喜欢其管理层？

是整个"9·11"和国土安全(Homeland Security)。

因此这是安全形势的投资主题？

是的。我以0.10美元的价格买入陶瓷防护有限公司，然后以0.40美元卖出，因为公司管理层没有像我想的那样进行管理。陶瓷防护有限公司是默里·爱德华兹(Murray Edwards)的一家公司。默里在石油勘探领域取得了非常大的成功。

你对未来共同基金行业与对冲基金行业有何看法？

我个人认为现在两个行业都在做假。现在这个国家里没有对冲基金。胜出的家伙是做多头的基金经理。我认为埃里克会卖空。我不确定罗伊特是否进行过卖空。在接下来的时间里，空谈不如实践(the proof in the pudding)。谁会卖空？谁将保持中性操作？

我明天将与J.F.塔迪夫吃午饭。他为埃里克工作。

他是一个非常聪明的家伙。

他是很聪明。他在这个市场上买入卖出高贝塔股票很多次，并赚了很多钱。

他也在运营较小的基金。所有这些家伙运营的资金规模都比较小。这很有趣，坦白地对你说，我们都在对冲基金行业，因为费用非常高。你在采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

访的这些人通常是优秀的多头基金经理，他们的组合承担非指数风险。他们中实际上没有一个是对冲基金经理。我不确定我是对冲基金经理。我在过去 5 年中有两次中性操作——50％的多头和 50％的空头，市场风险为 0。

什么时候进行中性操作的呢？

我认为是在 2002 年夏天和 2004 年夏天，因为我不知道如何操作。我在投资行业待的时间越长，我更多地意识到这个市场边缘的基本面分析越少。这个市场没有现实，因为现在有太多滥发的货币(funny money)。大约 10 年前，市场中有滥发的货币，但那是亨特(Hunts)[1]及其同行的。现在，你有 1 000 个亨特兄弟。你有 1 000 个白痴。

---

〔1〕 20 世纪 70 年代初期，白银价格在 2 美元/盎司附近徘徊。由于白银是电子工业和光学工业的重要原料，邦克·亨特和赫伯特·亨特兄弟俩图谋从操纵白银的期货价格中获利。白银价格从 1973 年 12 月的 2.90 美元/盎司开始启动和攀升。此时，亨特兄弟已经持有 3 500 万盎司的白银合约。不到两个月，价格涨到 6.70 美元。但当时墨西哥政府囤积了 5 000 万盎司的白银，购入成本均在 2 美元/盎司以下，墨西哥政府决定立即以每盎司 6.70 美元的价格获利。墨西哥人冲垮了市场，银价跌回 4 美元左右。

此后的 4 年间，亨特兄弟积极地买入白银，到 1979 年，亨特兄弟通过不同公司，伙同沙特阿拉伯皇室以及大陆、阳光等大的白银经纪商，拥有和控制着数亿盎司的白银。当他们开始行动时，白银价格正停留在 6 美元/盎司附近。之后，他们在纽约商业交易所(NYMEX)和芝加哥期货交易所(CBOT)以每盎司 6～7 美元的价格大量收购白银。年底，他们已控制了纽约商品交易所 53％的存银和芝加哥商品交易所 69％的存银，拥有 1.2 亿盎司的现货和 0.5 亿盎司的期货。在他们的控制下，白银价格不断上升，到 1980 年 1 月 17 日，银价已涨至每盎司 48.7 美元。1 月 21 日，银价已涨至有史以来的最高价，每盎司 50.35 美元，比一年前上涨了 8 倍多。这种疯狂的投机活动，造成白银的市场供求状况与生产和消费实际脱节，市场价格严重地偏离其价值。

就在亨特兄弟疯狂采购白银的过程中，每张合约保证金只需要 1 000 美元。一张合约代表着 5 000 盎司白银。在 2 美元/盎司时，1 000 美元合 10％；而价格涨到 49 美元/盎司时就显得少得可怜了。所以，交易所决定提高交易保证金。交易所理事会鉴于形势严峻，开始缓慢推行交易规则的改变，但最终把保证金提高到 6 000 美元。后来，索性出台了"只许平仓"的规则。新合约不能成交，交易池中的交易只能是平去已持有的旧头寸。

最后，纽约商品期货交易所在美国商品期货交易委员会(CFTC)的督促下，对 1979～1980 年的白银期货市场采取措施，这些措施包括提高保证金、实施持仓限制和只许平仓交易等。其结果是降低空盘量和强迫逼仓者不是退出市场就是持仓进入现货市场，当然，由于占用了大量保证金，持仓成本会很高。当白银市场的高潮在 1980 年 1 月 17 日来临之时，意图操纵期货价格的亨特兄弟无法追加保证金，在 1980 年 3 月 27 日接盘失败。

价格下跌时，索还贷款的要求降临在亨特兄弟面前。他们借贷来买进白银，再用白银抵押来贷更多款项。现在他们的抵押品的价值日益缩水，银行要求更多的抵押品。3 月 25 日，纽约投资商培基(Bache)向亨特兄弟追索 1.35 亿美元，但是他们无力偿还。于是培基公司指示卖出亨特兄弟抵押的白银以满足自己的要求。白银倾泻到市场上，价格崩溃了。亨特兄弟持有数千张合约的多头头寸。单单为了清偿债务，他们就要抛出 850 万盎司白银，外加原油、汽油等财产，总价值接近 4 亿美元。

亨特兄弟去华盛顿求助政府官员，试图争取财政部贷款给他们，帮助他们渡过难关。此时，亨特兄弟手里还有 6 300 万盎司白银，如果一下子抛出，市场就会彻底崩溃。另外，美国的一些主要银行，如果得不到财政部的帮助来偿还贷款，也要面临破产的危险。在权衡利弊之后，联邦政府最终破天荒地拨出 10 亿美元的长期贷款来拯救亨特家族及整个市场。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场有很多的波动。

是的。你要减少这些波动，波动在增加是因为有太多的动量交易者。

是的。我猜波动创造了机遇，但是使生活更加困难。现在，你的对冲基金的一个要求是：你有6%的最低回报率，是吗？

是的。我认为你应该至少要提供国债的收益率，是吗？在你向人们收取费用钱时，这是一个传统。这与伊拉·格鲁斯金(Ira Gluskin)提供的15%的最低回报率传统有些不同。在很多方面，当伊拉·格鲁斯金在进行路演时，我说，"伊拉，为什么你要提供15%的最低回报率？""这是我第一次开始组建对冲基金时设立的。当时的利率是18%或19%"。我说，"为什么你还要坚持提供这么高的最低回报率呢？"他说，"糟糕透了。一旦你提高最低回报率，你知道你将面临糟糕的一年"。我能理解他，这是他的偏执。你知道，当我们走运的时候，我们也许都不会改变我们的内衣。对我们的股票来说，我们就像曲棍球手。伊拉处于同样的境地。他说，"如果我有所改变，那将是貌似有利却导致失败的行动"。你准备采访伊拉吗？

我会的。我这本书的采访名单中没有他，但是在下一本书中一定有。

伊拉和其他选股人是我见过的最优秀的基金经理之一。在每个方面，埃里克都是非常优秀的。伊拉也一样。伊拉和埃里克处于同一阵营，只是不那么出名。伊拉比其他所有人确立在信托领域投资都早得多。你正在采访的所有人中，我们实际上没有任何一个人在信托市场投资。伊拉早早就发现了信托领域的机会，并在该领域赚了很多钱。伊拉由于他的房地产分析师背景，他看任何事物都像房地产。资本对现金流。他很早就发现信托领域的投资机遇。这也是他有35亿～40亿美元资产的原因。但是伊拉经常是一名伟大的选股人。因此他是我尊敬的家伙。

你能评价一下你新发行的三只基金吗？就你如何能够对冲而言，我猜加拿大安大略省证券委员会(OSC)给予了你豁免？

这只是我们面临的一个大问题。有很多的免税账户和咨询顾问不想投资我们的基金。因此我们建立了这些基金，我坚定地相信我们需要留住散户——加拿大的散户。我们在这一行表现糟糕的一个方面是我们还没有获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得足够的注意。我们还没有在前街建立品牌。我们是资源投资经理，我们甚至没有加拿大资源型基金。

你知道，我们为非居民管理资金。我们没有为加拿大散户设置能源基金。我们被认为赞成为能源建立基金。我们在这一行，如捕捉封闭式基金及其雇员等，做得非常好。但是现在这一切已经过去了。你不能得到它了。因此，我们在未来三年最大的挑战是重塑我们自己，并找到新的分销渠道。这三只基金刚开始时采用了共同基金的传统分销方法。

你能管理多少资金？

我们希望做的是去掉帝国商业银行(CIBC)的资金——5亿美元。我们已经撤掉了三只不同的基金。我们的目标实际上是达到30亿美元的水平。这是一个挑战。我们持续在探讨我们在内生发展的问题。我们想发展，维持原状或破产和只运营我们自己的资金？

这也是你起初组建卡苏里纳的原因。这是你用阿尔塔米拉股票套现组建的基金。我认为你说你不信任其他任何人来管理你的资金。

是的。我们制定了一项政策，即任何一个基金经理都不能个人持有股票，而埃里克可以，他也是这么做的。我们不这么做。因此我们的所有资金都与基金紧密相连。我认为如果我们能够在接下来的5年这么做，我们加上合伙人和雇员，也许将会有2.5亿～3亿美元的自有资金。在这样的规模上，你也许想撤出所有客户的资金，只运营我们自己的资金。我们现在还没达到这样的地步。在市场到顶的时候，这是不可思议的。在市场到顶时，每个人通常都能管理很多资金，而在市场处于底部时……

流动性枯竭了。

流动性枯竭了，而你已经管理着太多的资金，情况不应该是这样的。这是不正常的。你在市场处于底部时需要更多的资金，而在市场处于顶部时需要更少的资金。

我以10美元的价格为我自己买入了诺姆的矿业机遇基金(Mining Opportunities Fund)。3年内该基金已经涨了3倍了。

是的。我在想组建一只科技基金——工业科技基金——因为我想我们的基金要封闭了。尽管还没有成立，但是在接下来的一年，我们将成立这只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金。有很多非常小的技术公司能够帮助整个行业发展。我认为我们将面临水及围绕水的技术的挑战,这是一个大的投资主题。

你认为自己成功的原因之一是你能尽早地发现投资主题吗?这时,你会赚最多的钱。

是的,当我读报纸时,我实际上在寻找不太惹人注意的新闻。去年发布的一则新闻让我吃惊,该新闻说阿尔伯塔省(Alberta)派他们的基础设施部长去以色列学习如何管理水。我随之发问,"为什么呢?"阿尔伯塔省有落基山、很多的雪和河流。你已经有弓河(Bow River)了,为什么还要去以色列学习呢?随后我意识到每桶油砂需要注入10桶水。石油工业不用为水埋单。我们——你和我——为水埋单。我们浇灌草地,我们洗澡,都要付水费。石油工业不用为水埋单。因为其由联邦拥有,就不用支付水费,是吧?这里有一大堆公司在做水净化的业务。

特洁安技术公司(Trojan Technologies)。

是的,这是一家。由于GE基本上收购了所有这些公司,实际上这些公司已经不存在了。你不得不认为水也许在某一时刻将成为石油工业的一个大的成本因素。

那将是巨大的成本。有巨大的天然气成本。是哪家公司呢?康纳切收购了一家天然气公司为其油砂项目供应天然气,是吗?

现在,分析师似乎不想远离一致意见,分析师在很多方面像旅鼠一样。你注意过分析师说的话没有?为什么他们不能远离一致意见?为什么他们不能卓尔不群?

由于《萨班斯—奥克斯利法案》,他们现在已经不太像过去那样行事了。

我的意思是,我确信有好的分析师。我想如果你远离一致意见,而且你错了,你就会被解雇。如果你远离一致意见,而且你对了,你将会获得1万美元的奖金或其他奖励。[笑了]因此犯错误的风险要远远高于正确的风险。

一年内找到一家好的公司是很难的。

如果只投资大盘股,你会在长期内战胜市场吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以的。实际上，我想如果你忘记所有的没有意义的东西以及我们做的其他每一件事，如果我们都在 15 年前买入银行股并一直持有，这将会是表现最佳的投资组合。

实际上，无论如何它们是最大的对冲基金。

对我的基金来说，我要努力在将来降低波动性而不是增加波动性。在我们经历了可观的纠偏后，我想拥有更多的波动性。我不想在市场到顶时拥有最佳的业绩。我喜欢在市场到顶时拥有最差的业绩。如果市场上涨 50％，我上涨 10％，这已经相当不错了。

你说 12％的业绩是你的长期目标，我认为像这样谦虚是很好的。当人们开始说，"我是加拿大最优秀的基金经理"，随后你知道，在 6 个月后，你的业绩就下降了。

是的。我不需要这样。我不需要更多。

我想重要的是你自己的资金也在基金中。

这是我自已的资金。

是这样，但我的意思是，有加里、诺姆和你，以及所有其他员工……

大部分是我的资金。

这是一笔大的交易，显然，你不想拿自己的钱去承担大的风险。

是的。我只是想你能变得过度贪婪。如果那是你的目标，需要达到的业绩是 12％或 13％。幸运的是，你长期内会做得更好，但那是我的目标。

经过这么多年的磨炼后，你有任何自己模仿的偶像吗？

……埃里克·斯珀特。我尊敬的独立的思想家。

这是你能成功的唯一方法，是吗？如果将你尊敬的人列一个表，你将……

我尊敬罗伊特的坚韧及其及时变换的能力。我尊敬埃里克的选股及其末日剧本的言论。

坚持下去。

我经常发现市场如何思考是很有趣的。例如，每个人都会说，"通货膨胀来了。最好卖掉你的所有商品"。你知道，最好的对冲通货膨胀的工具是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品。随后,每个人说,“你不得不撤出商品市场”。我说,“不,你不得不待在商品市场中,因为你想要硬资产”。我现在持有所有的商品。另外一个实际上供应不足的领域是钻石。未加工的钻石。我曾经在钻石市场上赚了很多钱。在阿伯钻石公司(Aber)发展早期,我们是大的持有者。直到三年前,我们是最大的持有者。我们持有肯辛通(Kensingston)10%的股份。没有未加工的钻石,严重缺少未加工的钻石。戴比尔斯(De Beers)关闭了非洲和南非最大的两个钻石矿。5 家钻石公司中有 2 家不盈利。真的会面临缺少钻石的时代。一次真正的短缺。没有任何新的供应。

人们没有太多的对此进行谈论,因此也许在这里有很多的机遇。

遗憾的是,你不能为此设立一只基金,因为钻石的主观性非常强。有黄钻、蓝钻以及其他颜色的钻石。它不像黄饼(yellowcake)[1],你只要出去购买黄饼就可以了。钻石不是这样的。我们为设立钻石基金进行过调查,结果是不可能。你不得不几乎拥有自己的分类室(sorting house)来设立钻石基金。那里没有钻石。世界各地都没有钻石,没有未加工的钻石。现在严重缺少未加工的钻石。如果你去过中国和印度这样的发展中国家,我不知道你将从哪里获得钻石。

实际上没有很多铀生产商。也就是帕拉丁、卡梅科、UEX、国际铀(International Uranium)和其他几家公司。

帕拉丁和 SXR 是投入生产的两家公司。当然,你持有卡梅科和其他公司。但是我不知道。因此你获得了铀和钻石。对我来说,那是在市场上没有得到适当反映的钻石周期。随后是水。我不知道如何投资水。我仍在努力弄清楚如何投资水。我知道将会有成本压力,我知道水将会是非常有价值的资产。但是我不知道如何拥有它。

你有什么书向投资者推荐吗?

是的,我读过每个人读过的所有的书。

你曾经读过《股票作手回忆录》(*Reminiscences of a Stock Operator*)吗?

---

〔1〕 核反应燃料重铀酸铵或重铀酸钠的俗称。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我读过。我读过所有类似的书籍。

我想那很有趣。

我读过所有类似的书籍。现在我正在读所有有关中国这方面的书籍。

你有任何从来没有打破的规则吗？或者说你非常有弹性、非常灵活吗？

规则是管理层、管理层、管理层。[笑了]每个让我亏钱的股票，我都误判了管理层。这很老套。有不少伟大的经理实际上在糟糕的行业中，股票仍然没有什么表现。但是你想在正确的地方持有正确的经理管理的股票。因此你寻找主题，寻找正确的领域，选择在该领域最好的股票。

我猜在你个人生活中，你教你女儿学曲棍球？

是的，我教我的女儿，也教我的儿子。

这只是你放松的一种方法？

是的，这是非常好的娱乐。就像运营组合一样。有 17 个小孩，他们都是截然不同的。他们的表现都不同。他们都有自己的节奏，关键是努力让他们一起在正确的时间获得你想要的业绩。这与股票组合没有什么不同。他们做得非常好。

他们做得不错？他们接近顶尖水平了？

是的，我是当年的最佳教练(Coach of the Year)。两年前则是艾米丽(Emily)获得这一奖项。对于男孩们来说，他们处于最底层，我把他们带入第二个级别。我这一年不教女孩曲棍球。但是我女儿，你知道，所有的女孩都在学曲棍球，现在她们已经处于第二个最高的级别。我对她们感到自豪。她们取得了很大的进展。但是，你知道，所有的团队从来都不会因为成为“最佳”而退出。因此这就像我的投资组合。

[笑了]

也许我不应该努力成为最好，但是你经常在努力这么做。

在阿尔塔米拉的日子里你成家了吗？

是的。

你如何应对一直要旅行的问题？

这让我付出了代价。我结过两次婚。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的。诺姆也有家。工作对家的影响是很大的。你会想，正如你说的，有了家以后，工作与家庭的矛盾就像高压锅。

这是我做这个的另外一个原因。我不那么推销自己，我不给自己那么多的压力。我不上电视，因为我想花更多的时间与家人待在一起。我的孩子处于需要我花时间与他们待在一起的年龄。我最大的儿子将年满18岁了，因此他将要上大学了。我最小的女儿正在读高中。因此曲棍球花了我很多时间。

孩子们对其父亲的职业感兴趣吗？

不感兴趣。有些感兴趣是因为他们看到所有的因投资所带来的额外福利和所有其他的东西。他们也看到了投资所带来的压力和所有其他的东西。

很难去激励第二代。

我的意见是在管制者之后，我从来不会忘记激励第二代。我去了小屋，我的孩子还小。他们说，"爸爸，爸爸，你上了报纸的头版"。"爸爸，爸爸，为什么记者在后院给我们拍照？"

这让你印象深刻，不是吗？

是的。这让我印象深刻。甚至到了今天，我不得不对此进行解释。向每个新的客户解释，对每个招募说明书进行解释。每个招募说明书都需要解释。这是有问题的，这是从来不被人忘记的东西。我在怀疑为什么我还在做，但是我喜欢这样做。

你有足够的钱使你没有任何问题地度过余生，因此为什么你还要这么做呢？

我不花1角钱。我开着1997年的福特F—150小货车。我离开投资行业一年，我不知道自己想做什么。我开了一家饭店，我憎恨开饭店。我不是一个真正的地产专家。我不信任房地产。这是一个伟大的行业，因为你可以旅行。你能去中国做调研。你能去非洲做调研。这个行业对你有挑战性。天气变化了，你的组合也变了。因为有飓风、火山和病毒的存在。还有新的发现。你知道，整个时间这就像《星际迷航》(*Star Trek*)[笑了]

这使你变得灵活和……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是你获得自尊最佳的途径，也是最糟糕的途径。

对的。你是一个成功者。你是一个失败者。

你想让自己做到最好，但是随后市场到顶了，你不得不容纳波动性。因此，你不得不在股票价格下跌17%、18%、19%和20%时硬着头皮扛下去。你坐在那里说，“天哪，我亏得一塌糊涂。我完了。我不会再工作了。我是个白痴”。

我和罗伊特谈过这个问题，他说只下跌了17%，他就有去偷的冲动。他说，“坚持住。结果会好的”。随后我想，“这是个艰巨的任务”。

去年，他的业绩下跌了17%，他坚持投资石油股。

他一周内下跌了这么多，我想，“哇，这样的波动有些大”。

金属不像石油。当金属没有人出价时，它们不是没有人出价而是因为等级消失了。至少持有石油股，不会真的亏得一塌糊涂。随后矿业供应形势变得紧张了。突然间，刚果发生了战争，你的组合在刚果民主共和国(DRC)投资上涨了20%，是吧？你持有伦丁矿业公司(Lundin)，你持有所有这些股票，是吧？你持有加丹加省(Katanga)[1]，你持有你的第一量子公司 (First Quantum)。它们都不在非常出名的地方。

世界上有6个国家供应大多数石油：委内瑞拉、伊朗、伊拉克、俄罗斯、尼日利亚等。第一个国家实际上是稳定的。

对我来说，政治最稳定的地方——像北美这样的已知地区以外的——恰好是哥伦比亚。在南美，哥伦比亚有最好的石油使用费制度(royalty regime)，是一个未经发现的油田。厄瓜多尔、委内瑞拉已经发现了油田。智利和秘鲁不属于真正的石油板块。阿根廷实际上不是一个大油田。但是哥伦比亚是一个非常好的没有充分开发的油田。那里是我看好的地方。我投资了西部加拿大石油公司在哥伦比亚投资的两三家私营公司。我喜欢哥伦比亚。

谢谢弗兰克，感谢你在百忙之中接受我的采访。

---

[1] 刚果民主共和国南部的一个省，首府卢本巴希。该省的东部蕴藏着丰富的矿产资源，包括钴、铜、锡、镭、铀和钻石。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼得·普彻提

——用私募方法投资上市股票



“态度决定了你了解所有关于文件、行业或公司的足够的信息的程度，因此显然对你何时应该买入、何时应该卖出有重要影响。”

远离多伦多市中心的摩天大楼，在皇帝西街(King Street West)一座老的建筑物里，有良木资本(Goodwood Capital)的办公室。无明显特征和低调是这个机构的最好描述，这对像良木资本这样一家深度价值投资机构来说很有意义。交易换手率很低，其理论依据是如果投资总监(Chief Investment Officer)彼得·普彻提(Peter Puccetti)每年可以得到一大把好的投资想法，随后持有较大的头寸，业绩就是非常突出的。到目前为止，该公司还是按照计划操作。

自从1996年组建良木基金(Goodwood Fund)以来，该基金到2007年末的平均回报率是19%，而同期多伦多证券交易所的总回报大约是10%。他们说市场是有效的，你不能战胜指数。什么都不能偏离真理太远。尽管因为最近几年有几次大的不利影响。首先是加元兑美元的升值。当美元的敞口没有对冲的时候，就会影响组合的业绩。其次，加拿大市场在过去几年的多数涨跌都集中在资源板块。彼得几乎没有投资资源类股票，这是因为其不符合他的投资委托书。彼得的业绩在5年期给投资者的净回报几乎接近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其目标的20%。

彼得是另外一个不符合传统思维的突出的基金经理。其办公室的墙上是一些裱起来的信，这提醒人们该公司与众不同。有趣的是，他们曾经受到拒绝其入职的信。你知道，当彼得多年前想进入这行的时候，他找工作找得很辛苦。没有人想雇用他，他只是不适合通常的模式，或者说审查他求职申请的人们不想要他。无论如何，在传统公司没有找到工作也许是件好事，这有两个原因。首先，在传统公司，你几乎没有弹性去跟踪你的本能。在彼得这里，组合的集中度非常高，一些头寸占股票的10%，有时一度达到15%。这通常在传统公司是不允许的。其次，无疑多数传统的基金经理由于各种因素的制约，业绩变得非常接近指数，因而变得平庸。在良木这里，彼得认为其取得的业绩是“笨鸟先飞的结果”，因为他大量买入冷门股以及不受欢迎的、业绩差的股票，它们需要一段时间才能显示其价值。当市场开始意识到其潜力时，这也能带来业绩的大幅增长。

对彼得的采访完全是在非正式的、放松的状态下完成的。很难找到地方来放我的笔记本，因为他的桌子上堆着很高的研究报告和笔记。正如人们所说的，干净的桌子是病态心理的反映。在采访中，他密切关注勉强滚动的股票报价，有几次给交易员打电话以弄清其持有的几只股票发生了什么情况。我非常相信将事情简化的做法，尤其是彼得向我展示一张记载了他对组合想法的纸的时候。他拿出一张从笔记本上撕下来的纸，上面写着几家公司的名字。这是其从他的分析师、行业联系或自己得出的判断。

这些组合未来的“关键”——写在一张纸上——是经典的展示伟大的选股人选股思路的方法。相对于投资高科技股票或对选股过程进行过多的定量分析，他们更看重“常识”，更有洞察力。这使我想起我如何打赌像沃伦·巴菲特这样的人在做同样的事。我只是看不到巴菲特有数不尽的表格，表格上面记载着他将要买入的股票。事实上，彼得提到，他曾经将这些想法输入计算机，但是已经变得厌烦了。当你每年只需要非常少的伟大的想法时，你一定能用这样的方法操作。我想这告诉了我们很多关于其投资风格的东西。换手率高的动量基金经理自然不能用这种方法操作。

彼得坚定地认为，他的业绩很大程度上要归功于良木的团队，包括总裁和CEO凯姆·麦克唐纳(Cam McDonald)。拥有这么多行业联系的团队使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的想法源源不断，帮助已有的想法变得成熟或组合中的公司被收购时重新配置组合。在过去的几年中，股东行动主义(shareholder activism)大幅度增加，良木处于这方面的前沿，并参与创建克里奥(Creo)、多法斯科(Dofasco)、大西洋和太平洋茶叶公司(the Great Atlantic & Pacific Tea Company)，以及最近的赛诺威(Cenveo)和合时自动化(ATS Automation)的催化剂型的事件。这也是为什么良木在公共市场更多地执行私募经理功能的原因。

我在2008年初对彼得进行了第二次采访，当时价值投资和带有催化剂的价值投资(catalyst investing)刚刚经历了一段艰难的时期。全世界的价值投资基金经理都被打败了，但是这段时期给像良木这样的组合带来了中期最好的业绩。事实上，他提到，他还没有看到其组合中现在的股票从2002年以来被低估。这些年来的投资结果是什么呢？是非常突出的业绩。“在最悲观的时候投资”是知名的投资者约翰·邓普顿说的，没有什么比这句话更能确切地描述彼得和良木的投资哲学了。

鲍勃：我想知道的第一件事是你的一些教育经历。这些经历多年以来是如何积累起来的，你如何决定要投资股票？

彼得：我想我在十几岁的时候就阅读有关市场的文章，并开始对投资感兴趣。我有一个亲戚在芝加哥的商品经纪公司工作，但是我对其商品投资一无所知，因此这类知识也强烈地吸引着我。渐渐地，我不再对股票感兴趣了，并知道我想以某种方式进入投资企业，或尽早组建投资企业。

你什么时候上的大学？

像任何小孩一样，我不断地改变着自己的兴趣，努力明确我到底想做什么。最终，结果变得非常清楚。我获得了经济学学士学位，并在大学期间通过了加拿大证券从业资格考试，还在经纪公司获得了暑假工作。

不错。因此你受到了在商品经纪公司工作的家庭成员的一些影响？

他和我实际上从来没有说过话。他是我爸爸的叔叔。他非常老了，到我足够成熟并能与他讨论的时候，他已经退休了。只是知道他在经纪公司工作，并且做得很好，我想这进一步激发了我对这一行的兴趣。他是一名商品经纪人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你爸爸如何？难道他没有对你的兴趣产生影响吗？

是的，没有任何影响。他是一名专业的哲学教授，非常专业的教授。

他和你谈论过很多哲学问题？

是的。

这很有趣，因为弗兰克·默施也有哲学学位。他说拥有哲学学位实际上在他成为基金经理和非线性思考者方面对他帮助很大。

我认为拥有哲学学位唯一给我帮助的是，我们过去在晚餐桌上有很多的探讨。不只是我的爸爸和我，而是整个家庭成员参与讨论。当你的爸爸是哲学教授时，你学着进行更多的讨论。

当时，随着你在大学的进步，你尝试过在大学毕业后在海湾街找一份工作吗？

我在哈利法克斯(Halifax)工作过，因此我在暑假期间获得了一份工作，该机构随后成为丰叶债券(Scotia Bond)——之后被米德兰沃尔温收购。在我毕业获得经济学学士学位后，我开始在丰叶债券工作。我拿到了西部大学(Western)MBA的入学通知书，但是我做出了推迟读书的决定。我最终申请了多伦多的一份分析师的工作，因为我想成为分析师，并更多地了解企业的分析业务。我知道我不想成为零售经纪人。我已经做出了决定。贝茨博格(Belzberg)家族将第一资本信托(First City Trust)的总部从温哥华搬到了多伦多，因此我最终获得了一份初级分析师的工作，并在一位前辈的指导下工作，后者向布伦特·贝茨博格(Brent Belzberg)报告工作。实际上，彼得·门罗(Peter Munroe)当时是公司的CFO。我想他去了大西部人寿(Great-West Life)、伦敦人寿或其他地方担任CFO。

他们的投资哲学是什么？

他们的投资哲学有多种。我有些茫然失措。我不得不管理优先股。我要跟踪几个板块。我认为这就像房地产债券、预测产品或其他东西。这也使我有机会进行一些特殊情形的研究。我清楚地记得一种情形。我们在信托公司有10亿美元的资本。我记得有段时间我的分析技术有了实质性进步，我说，“当你发现像这样的情形，而没有其他人理解发生了什么，是多么酷的一件事。看吧，你会挣到全部的钱”。这就是市中心产品(Inner City

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Products)从市中心天然气(Inner City Gas)中拆分。拆分中使用了可转换优先股和普通股,条件是优先股的转换率是未来股票交易价格的函数。我认为转换率是未来30天、60天或90天的股票交易价格。我在实际开始交易前就弄清楚了,我当时感到非常自豪,因为这是我第一次看着情形像这样发展。我知道,当然,人们会买入优先股,卖出普通股。因此普通股的价格将会跌得很厉害。我认为普通股原先的发行价格是9美元、10美元或大致相同的价位。我认为其价格最终会跌到1美元才会发生变化。优先股的价格一直保持稳定,因为优先股的转换率正好抵消了股票价格的下跌。因此我非常自信我提前弄清楚了事情的发展。我们持有市中心天然气的股票,因此我们最终持有普通股和优先股。最终,一旦价格稳定下来,持有普通股是有意义的。一旦转换率确定下来,普通股就会有相当大的涨幅因为其给过度抛售了。

因此,这是我第一次遇到特殊情形,我自己弄清楚了事情的进展。我记得我有相当大的自信,相信自己能够向办公室的其他人解释这件事,我说,“你知道,我认为这就是即将发生的事情,以及相关的原因”。这是我的第一个最终获得资本增值例子。这是我从来不会忘记的教训。任何时候你持有的公司遇到不得不发行更多的股票——其价格是该公司证券的函数,只会变得更糟。这就像是螺旋式下降。

这很有趣。因此你开始学习对冲规则或学习更多的规则。

是的。我在第一资本信托待了两三年。因此我不知道从什么时候开始学习的,也许是在中间开始的。

墙上的信是怎么回事?

我努力在多伦多找一份工作。我向自己在哈利法克斯的一些书中找到的非常重要的人发了几百封求职信。他们都是所有这些金融机构的CFO或CEO。有两个人给了我面试的机会。一个是山姆·贝茨博格(Sam Belzberg),因此这也是我最终在那里工作的原因。

它们多数是经纪公司吗?

各种类型的公司都有,有信托公司、资金管理公司和经纪公司。

它们曾经给出拒绝录用你的理由了吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有，我只是有一个经济学学士学位，还没有完成 MBA 学业的家伙。我最终没有攻读 MBA，因为我最终在业内工作，且在攻读 CFA。因此去攻读 MBA 没有意义了，但是当时，我与其他人相比并不突出。

这很有趣，因为不必符合惯常思维的人们是非常成功的。

我认为有很多符合惯常思维的人也做得非常好，但是我想你是对的，他们做得不是非常好。有一大帮收入不错的人，他们是非常擅长符合惯常思维的人。我从来不擅长以那种方式符合惯常思维。

你何时为斯珀特证券(Sprott Securities)工作的？

正好是在离开第一资本信托后，在那里工作了大约 3 年。

那里有 26 个人，我是第 27 名雇员。我的岗位是分析师——特殊情形分析师——我写报告，努力得出买入或卖出的想法。这也是斯珀特证券当时区别于其他公司的原因。他愿意详细地写出并讨论卖空的想法。

那是哪几年的事？

我是在 1990 年的某个时候加入斯珀特证券的，因此是在 1990 年和 1992 年末之间。

当时，我对他的印象非常深刻，我仍然对他印象深刻。我对埃里克非常尊敬。当时他有一些技巧——始于每日审读发布的收益报告。任何一家收益有大幅增长的公司，他都会去看一下。我喜欢他卷起袖子，他去观察。他经常在找另外的想法。因此看到想法发挥作用有点酷。我已经有了更多的价值趋向，我想我自然地把当时他的投资风格更多地看做动能或增长导向的风格。

为什么你会有价值趋向？

只是我读的东西使然。

我认为这也与你的个性有关，是吗？

是的，我认为这样的理解是对的。你在追寻价值，其他人也在追寻价值。很难知道谁会或不会提前找到价值。价值恰好也以那种方式发生的。我对买入我认为有价值的股票感到更加舒服，我获得了非常非常便宜的股票，我在耐心地等待。我对此感到舒服，我不介意谈论在我等待期间的报价损失(quotational loss)。我知道我最终是正确的，我积累了很多相关知识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对此感到非常舒服。我对买入那些不得不保持增长的股票感到非常舒服。但是让我们面对它吧,它们实际上都是同一范围的一部分。如果你知道一些股票将增长,你确信自己的看法,你知道它的增长将非常迅速,你显然应该乐意对此进行更多的关注。

价值型股票迟早会变为成长型股票,它们也会反复地波动。

绝对是这样。

是吗?因此这只是一个你决定何时买入的问题,是吗?

完全如此。这实际上都是同一问题。

你什么时候有了创立自己的企业的想法?

在离开斯珀特的公司后,我就有了一个名为普彻提法雷尔资本(Puccetti Farrell Capital)的机构经纪公司——业绩非常好。我们从不同的特殊情形(special sits)筹集资金。显然,我们的投资想法与我们的筹资想法相比是非常强劲的。我们赚了很多钱,我们看到很多特殊情形,很多的重组和重构,有的公司在苟延残喘。我认为我需要再成熟一些,以明确在投资行业待了一段时间后,我最终的发展方向。沿着这个方向,我创立了普彻提法雷尔资本,显然,我需要的是成立一只基金,在这里,我只要实施自己的投资想法就行了,没有压力去努力在所有时间里都通过电话向人们推销自己的投资想法。我能集中精力实践自己的投资想法,最终的效果都不错。“我的投资想法很伟大。让我们开始创建一只基金,收取绩效费吧”。因此这就是全部成立基金的过程。

作为斯珀特的一名分析师,你对自己的分析结果负责吗?你负责向海湾街上的人推销你的想法吗?

斯珀特是一个扁平化的组织。它不像一家传统公司。当我加入时,公司大约只有 20 人。当我在两年半后离开时,大约有 60 人。除了在多伦多的办公室,我想还有 3 个办公室。因此它成长的速度非常快。我的分析更多的是价值投资趋向和特殊情形趋向的。我从公司中其他人那里买入了一些公司的股票,但是不多。因此我做的很多工作是纵向的整合。我有了一个想法,我开始发展自己的想法,我将这个想法告诉了客户,包括一些美国的类似基金。我确实这样做了。“嘿,为什么我不为自己干呢?”我的意思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，这不像通过这个方法买入公司其余的股份。这也是我组建普彻提法雷尔资本的原因。但是随后变得很明显了，最好的方法就是实际上拥有一只基金。这是一家好的公司，有影响力和可扩展性。如果你实际上非常擅长选股，如果你有很好的长期业绩，你不能战胜企业。这很奇妙。

为什么你决定成立多头/空头基金？因为多数人当时都没有想到要成立这一类型的基金。

你有一个选择。最初，出于减少监管的压力，我的基金是共同基金。不久，大约是9个月后，我的基金就成立了，因此这是一只多头/空头基金。我至少拥有在任何环境下都能够赚钱的灵活性，但是通常都具有多头倾向。只是因为买入股票要比卖出股票容易很多。你能通过买入赚很多的钱。你让每个人推动股票价格上涨，包括管理层。卖空是伟大的，当你正好获得了少数这样的机会，你利用这一机会就可以赚很多钱。但是做多要容易得多。

做空的收益有限，亏损无限，是吗？

是的。你通过卖空能够赚100%。你通常能够再次买入，这绝对是真的。

你喜欢成为卖方分析师吗？

我只是不喜欢经常不得不推销我的投资想法，说服人们我的想法是对的。过了一段时间后，我就厌倦了。你只是海湾街上努力接近资深组合经理的80个人中间的一个，还有79个人在给他打电话。有时候，你很难取得突出的效果。我非常擅长这么做，我筹集了很多钱，因为我们有伟大的想法。这不是我想在余生中做的事——成为电话骑士(phone jockey)。

你如今使用过分析师的报告吗？

是的，绝对使用过。

是为了获取信息还是他们的建议呢？

这是一个迅速且便捷地了解一个特定行业或特定公司的方法。我们使用这些报告，但是如果我们将持有该股票较大的份额，我们做的分析超出了分析师通常做的分析。一年中我们只有很少的情形会这么做，我们将获得关于特殊情形的知识。这个公司现在已经不只属于彼得·普彻提了。我的合伙人凯姆是一个非常能干的投资人和非常聪明的商人。他是一个伟大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合伙人,我们有劳动的分工。他集中运营企业,我集中运营资金。我们拥有像罗布·基特尔(Rob Kittel)——特许会计师和注册金融分析师——这样的雇员。他是一位非常聪明、能干的家伙,他工作努力、工作强度大、精力集中。他在过去4年里为公司增加了很多价值。

我们拥有布莱克·萨姆勒(Blake Sumler),他也是特许会计师和注册金融分析师。他是公司的新人。虽然只在这里做了6个月,但他也是一名非常能干的分析师。他有很多美国的经验,以便我们在某种程度上将更多的业务转移到美国,这样的帮助很及时。我们也有初级分析师托马斯·霍金斯(Thomas Hawkins)。他管理着很多显示器,并为我们做了很多的后台研究工作。公司变得越来越不只属于彼得·普彻提了,我想我们会更多地朝这个方向发展。

公司名叫"良木",为什么要起这个名字呢?

那是我曾经生活过的地方。就在史托维尔(Stouffville)外,就在万锦市(Markham)外,就在多伦多外。这是一个小镇。如果你开车速度太快,你就看不到它了。

这些年里有其他基金经理影响过你吗?

噢,有很多。第三大道价值基金(Third Avenue),原先的M.J.惠特曼(M.J.Whitman)的马蒂·惠特曼(Marty Whitman)。我有一个好朋友在为他工作,在那里运营国际基金,当它还是一个经纪公司的时候就在那里与马蒂工作。我一直是彼得·林奇(Peter Lynch)和沃伦·巴菲特的粉丝。我倾向于被选股人吸引,这些人将成为我的榜样。

格雷厄姆是深度价值投资者。巴菲特说他是80%的格雷厄姆和20%的……

费雪(Fisher)。菲尔·费雪(Phil Fisher)。

费雪。是他。你如何看待自己的投资风格?

每一种情形都要求不同的分析方法。有时候一些股票在统计上是如此便宜,以至于你能在某种程度上重仓买入,即便这是一个差劲的行业,你能买入它是因为其很便宜。我曾经说过,我们也许是50%对50%的定性分析和定量分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显然，我想当你开新仓或寻找新的投资标的时，你将需要花一段时间来期待这些头寸的成熟。

绝对如此。我想这就是不只属于彼得·普彻提的公司能够持续为组合的业绩帮助很多的原因。当这种情形发生时，如果只有一个人，你倾向于拥有能够在同一时间成熟的想法，随后你要经历停滞期。但是如果你有罗布为你提供想法，有布莱克为你提供想法，随后就有一些想法会产生叠加效应。因此，这些人的一些想法会在不同于我的想法的周期中做出贡献，随后我们的回报就有希望实际上变得平滑一些。现在，这种情形还有待观察，但是我认为这一定会发生。

因此在某种程度上你买入一些你现在不会买入但是几年前会买入的股票，并说，“现在我们要轮动了”。

你知道吗？我有一个好朋友，他非常相信，如果他只买入我 2 年前讨论的股票，他的回报率会非常高。他也许是对的。

也许要讨论一下你如何发现多头头寸的过程，你如何构建头寸，该头寸要占到你组合多大的百分比？

这个没问题。尽管在说明这个问题前，我不得不在我忘记前说一些重要的问题。当你拿我们的回报与其他基金比较时，记住我们有接近 10 年的历史，我相信月底时大约 90%或更多的时候我们的投资比例低于 100%。这意味着我们多头的市值加上空头的市值除以基金的资产净值低于 100%。现在也是如此。

例如，现在的比例是 67%。这意味着我们的净回报是有过多的现金且没有使用杠杆的情形下实现的。也要记住我们严谨投资衍生品。因此这实际上是一只选股基金，创造这样的回报没有使用杠杆。很多与我们比较的基金——我认为是不公平的——通常是资产净值的 1～2 倍或 1～2.5 倍。他们在使用杠杆。他们会告诉你他们在对冲——在这个方面是多头，在那个方面是空头。但是，听着，我在这个方面做多头就足够了。我能绝对地说，有一段时间你的多头头寸——无论你认为自己多么擅长对冲——你的多头头寸在下降，空头头寸在上升。使用 1～2.5 倍的杠杆，这是不完美的。因此我认为与我们按照回报进行对比的那些其他策略暗含着风险，但是我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们没有因为这个事实获得任何赞扬，你没有杠杆风险。

我们见过的最高的多头与空头的比例是120%。也许是80%的多头和40%的空头，但是这很少见。通常是60%～70%的股票多头和20%～30%的股票空头。这是通常的情形。

因此你问我现在如何建仓？

你如何得出一个想法，买入还是卖出它？

问题的第一部分的答案是：想法实际上来自不同的渠道。也许来自阅读报纸上一些引起你的兴趣并使你产生思考的内容，也许来自滚动的屏幕。我们经常在看着滚动的屏幕，按照息税折旧摊销前利润（EBITDA）搜索便宜的股票。这些股票拥有很高的自由现金流收益——自由现金流除以股票的市值。我们寻找很多相对于股票价格有过多的现金的股票。我们进行所有类似的搜索，正好与卖空想法的操作相反。我们也从行业中的其他人获得想法。我与业内有十七八年从业经验的人有联系，他们很多都是聪明的家伙，现在在运营资金。我们尽可能分享想法，这很有意义。他们中不少人与我实际上联系非常紧密。我们对他们的看法非常尊敬，他们在这么多年对我们帮助很大。

罗布从他开发的阴阳理论（yin-yang）中受益颇多，按照这个方法为我们提供了很多想法。凯姆也为我们提供了很多想法，我相信布莱克也会这样。布莱克是新人，因此我不知道他是否会像罗布那样提供其净价值。布莱克有私募背景。因此，他们的想法来自各种不同的渠道。

就我们如何建仓而言，核心股票的权重通常会占多头头寸的5%或6%。我们有自己的一些核心的卖空想法，但是它们的使用频率要比多头想法低得多。核心的头寸是我们有很多自信的股票。我们对其进行了很多研究，我们感觉时机是正确的，因此我们会越来越多地增加头寸。

典型的情形会花我们一两年的时间。我们开始时的头寸实际上非常小。这只股票占0.5%，那只股票占1%。随着我们对持有该股票感到越来越舒服，其头寸逐渐增加，有时我们会将其出售。如果只有我们在买入（runs on），我们认为买得早了，我们会卖出部分头寸，并努力在随后买回。例如，我们对克里奥就是这么操作的。在前两年，我们多次买入卖出不同规模的头寸。随后一旦我们变得认真了，一旦我们有了鲍勃·伯顿（Bob Bur-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ton)，我们实际上会满仓持有。我们如果对文件、行业或公司有了足够的认识，以致何时应该买入，何时应该增仓对你来说再明显不过。这需要时间，你不得不阅读大量的材料，你不得不访问公司。

你能谈谈如何得出投资大西洋和太平洋茶叶公司的想法吗？

这是来自罗布的想法。这是一个没人注意到的股票(behind-the-scenes)，我们给董事会写了7封信。这是罗布的关系发挥作用的例子，与他关系非常好的一位分析师对这个行业非常熟悉，对罗布提起了这家公司。我们最终在大约2年的时间持有其较小的头寸。我们知道该公司有价值，但是直到我们感觉其将出售加拿大分公司，释放一些价值，持有其较大的头寸会有很大的风险。他们因有很多债务而出现了经营亏损。

因此在最初的几年里，我们只持有4%、5%和6%的头寸，并反复交易。随后一旦我们开始做好准备，我们给他们写信。我们告诉他们，他们实际上是在加拿大出售公司，我们非常富有逻辑性地阐述我们的观点。我们给董事会和管理层写了非常具有深度和逻辑的信件，解释为什么我们认为现在是时候卖出加拿大大西洋和太平洋茶叶公司(A&P Canada)了。

你持有该公司多大的股份？

在我们持有较大股份之前？这是因为在2年的时间后，我们最终开始认为我们对文件的了解非常充分，我们对管理层的了解也非常充分，我们开始产生共鸣，“这些家伙现在在认真思考这件事”，因为他们没有其他选择。债务快要把他们压垮了。如果他们出售了加拿大的分公司，他们能降低很多债务，消除很多负的现金流。

一旦我们获得了温暖的感觉，随后就是我们重仓买入的时候了。有一段时间，我认为我们持有大西洋和太平洋茶叶公司6%或6.5%的股票。

我认为这也许是你按照百分比衡量在基金中持有的最大头寸，是吗？

排名第一的是太阳人寿，在首次公开发行时达到了20%。这是按照成本衡量我第一次接近15%，这是我们基金允许买入一只股票的上限。在10年内，我们有4次非常接近15%。第一次是太阳人寿首次公开发行时。这绝对是带球上篮的机会。很明显这一次公开发行定价很便宜。我认为6个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月后，其价格将翻番，我们到时候再卖出。按照基金的百分比衡量，其持股比例达到了20%。我现在不记得最高时持有其24%、25%还是26%。这是我们第一次重仓持有。第二次是克里奥，一旦我们与鲍勃·伯顿联手，我们能够看到如何获取更多的价值。我们持有其13%的股份，随后其开始上涨。

你必须持有克里奥更多一些股票。

在我们和鲍勃之间，我们持有克里奥6%，其中鲍勃持有2%，我们持有4%。我们一起提交了13D表格(Schedule 13D)[1]。随后下一个是大西洋和太平洋茶叶公司，当他们开始认真考虑出手加拿大分公司时，我们开展加仓。我再次认为我们持有其股份达到13%，随后其股票价格开始上涨。持股比例最高达到了20%左右。我不确定准确的比例是多少。

历史上，如果事情发生得太快了，我们倾向于卖出。

价值型基金经理倾向于买入得太早，卖出得太早。你是否曾经想过这一点或努力克服这一点？

我们努力在这方面做得更好。每次你都为了某只股票应该卖得更多一些而懊恼，是吗？因此你从来都不会做对。祝你好运。我的意思是，你买入这只股票的真正目的是什么？作为价值投资者，你的工作实际上是获得低风险的回报。你实际上想说的是，“我买入这只股票的结果非常好。我确切地知道它至少会达到这个价位。因此我想锁定利润”。你在这只股票上少赚了一些利润，在另外一只股票上多赚了一些利润。

你如何做出卖出决定？你是像他们说的那样，会计算一家公司的内在价值吗？

我们会这么做。我们经常滚动向前预测，因为总有一些新的信息。例如，加拿大大西洋和太平洋茶叶公司是一个经典的例子——说明我们卖出的目的。我原先认为该州的分析师预期其卖出价格是4亿美元或5亿美

---

〔1〕 在美国，经1972年《威廉姆斯法》修正后的《1934年证券交易法》第13(d)节(简写为SEA13(d))及SEC依此制定的证券交易法条例13D—G(Regulation 13D—G)规定，任何人或任何一群人(Group)，如果获取根据《1934年证券交易法》注册的某一类股本证券5%以上的受益所有权(beneficial ownership)，必须在取得该等股本证券后10天内向SEC申报13D表格(Schedule 13D)，并且必须分送给发行人及交易所。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，最终，其卖出价格是 10 亿美元。我们认为也许会是 7 亿或 8 亿美元。该公司流通股只有 3 800 万股。每 1 亿股的价格是每股 4 美元，而我们的成本最初是 8 美元。

因此我们努力让这些内在价值现实一些。我们努力保持保守。实际上，我们都太保守了。罗布是一个保守的家伙，我也保守，凯姆也保守。我们持有的一只股票翻了 3 倍，我们变得有些焦虑，想尽早卖出。事实是你应该经常坚持持有。如果形势变得更好，坚持持有。我在观察了 17 年或 18 年后注意到这样的表述，即“不下则已，下则倾盆”(when it rains, it pours)是非常正确的。它会在两方面起作用，是吗？当形势变坏时，在其稳定之前首先会变得更糟。当形势变好时，在其停止前实际上会真的变好。这样的事情不胜枚举。

如果一只股票已经启动，成长型基金经理将会为此感到兴奋。我猜这是其获得推动力的原因。

就加拿大大西洋和太平洋茶叶公司的出售而言，他们开始将其可能的价格计算在内。他们开始做数学运算，说“我准备买入这只股票因为我 2 个月可以赚 20%的利润”。实际上，你将收益提高到了一个有趣的点位，因为我已经为此想了很多。你看到了我们投资克里奥的第一个美元的回报率，我们两年半后卖出后获得了大约 90%的回报率。前两年，我们的回报率下降了 10%。你以时间加权为基础拿我们的回报率与州里的一个基金——比如套利基金(arb fund)——的经理的回报率比较，他获得了我们次日将要提交的 13D 表格，并以我们提交 13D 表格当天的价格高 30%的价格买入。但当柯达(Kodak)介入并购买了股票后，他或她在 3 个月内能获得 50%或 60%的回报率。他们的回报率以时间加权要远高于我们。这样的分析的唯一问题是假设你能经常像这样在正确的时间发现并利用新的形势。作为一家公司，我们对逐渐了解一家非常好的公司并耐心等待非常舒服。我们期望在这些股票中的某些股票上能够实现 2 倍、3 倍或更高的收益。我们将有几年的时间看不到任何事件发生。

你情不自禁地想它，并让它影响你正在做的事。如果你集中精力按照行业(如逐个对行业进行分析的方法)分析一家公司，这将使你远离宏观思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考。你就像莱德劳(Laidlaw)那样观察事物,你担心石油价格,你在某种程度上假设,从中期来看,莱德劳能够将这些石油价格导致的成本增加传导出去和/或石油价格将稳定下来。他们还进行了一些对冲。你没有花大量的时间担心某个潜在的宏观因素。全部内容是,“瞧,莱德劳是一家私募的候选对象吗?他们能回购一些股票吗?他们的资产负债表是否清楚?他们能利用杠杆回购股票吗?”这是你最终作的一些分析。这是针对特定的股票、特定的企业和特定的资产负债表进行的分析。它使你习惯这些大的宏观思考因素。

因此你会说,你买入的普通股不会受到市场波动的很大的影响。它更多地受……

嗯,是这样的。

是这样的,但是它更多地受公司事件而不是普通股的影响。

是的,这是我们集中精力的地方。我们知道它将随着市场涨跌,如果石油价格再次飞涨,莱德劳也许因此会受到影响。远比我们聪明的人已经证实,从下到上的分析——倾向于将宏观经济影响最小化并在某种程度上将企业的特定事件的影响最大化,从长期来看会取得较好的业绩。宏观分析认为,从长期来看,形势会稳定下来。

在过去你投资过任何资源类股票吗?

噢,我们确实买入过。我认为我们和其他任何人一样在行业内为一家公司估值和从整个行业来看该公司是否便宜方面做得一样好。当你集中精力关注特殊情形的时候,这实际上就是你努力做的。因此我们过去买入资源类股票是出于特殊情形的考虑。例如,我们买入了派拉蒙能源(Paramount Energy)。

这要回到4年前或3年前。阿尔伯塔省(Alberta)的监管当局的决策将限制一些派拉蒙油田开采石油的数量,因此该公司的股票受到打压。这就是经典的特殊情形。这是我们喜欢看到的特殊情形。我们买入了一些股票,因为我们认为这样的反应也许过度了。监管当局也许不得不缓和一些。也许会在一定程度上进行妥协。因此我认为我们做出了买入其20%或30%的较小头寸,因为我们实际上没有时间买入更多的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我们会买入任何一个行业。角度是特殊情形分析。如果你有分析师的天赋，我认为你在有噪音和困惑的时候会有一些优势，因为你愿意花一些时间准备行动。这就是捡便宜的地方。

你卖空过指数成分股吗?

是的，我们卖空过 XIUs、网络(spiders)、钻石和 Qs 股票。我们在 2000 年和 2001 年卖空过很多 Qs 股票。我们希望有通过基本面分析得出的好的卖空想法。

破产候选人?

是的。这是一个领域。现在这么多的流动性使得破产实际上不可能。这在过去几年还有可能。

一些人得出了卖空收益信托的想法，我认为这很难借到钱。

这只是一个业务。你不得不支付收益。如果某个收益信托将停止支付收益或分发收益，你就可以卖空了。

你之前投资过信托吗?

当然。超级丙烷(Superior Propane)几年前对基金来说是一个大的胜利。我们会买入任何公司。这是业务。无论你是信托还是公司都不重要。这是业务。

当你卖空一只价格将不断下跌的股票时，你承担的风险之一是它变得便宜了。一些人进来了，决定买入，其价格上涨了 30%。你在卖空股票时是否遇到这样的情形?

绝对如此。卖空的过程中有空头回补(short coverage)。现在这是个严重的问题。巴拉德(Ballard)是一只每个人都想卖空的股票，或者说很多人现在想卖空它。加拿大航空(Air Canada)也是这种情形。借不到足够的钱来卖空股票，因此你要自己支付很多资金。当你现在进行卖空时，你不得不支付借券费用(borrow fee)，是吧? 一般来说，你卖空一只股票一年需要支付 20%的借券费用。

威泰克斯(Vertex)现在就是这么做的。借出玛莎·斯图尔特(Martha Stewart)股票后他们得到的收益是 20%的借券费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对他们来说这样的业务非常好，他们很聪明。因此他们都不得不在自己持有的股票有可能下跌的情况下，对风险进行一定程度的对冲。

你管理自己的多头/空头组合的比例有多么活跃？给我一段你的净头寸是最低的时间及其原因？

我们之前是负的。在1998年，我们当年有很长一段时间的净头寸是负的。我想我们大约持有20%的股票多头头寸、30%的空头头寸。当年有段时间我们是净空头。对我们来说，我们实际上努力让头寸成为投资想法的函数。如果我们有一些很好的多头投资想法，我们最终会持有比其他情形下更多的多头头寸。如果我们有一些很好的空头投资想法，随后我们自然会持有更多的净空头头寸。我们只是努力过滤投资想法。

在1999年，技术股大涨，假定你当时没有买入技术股。在1999年你会怎么做呢？

我确实找到了一个很好的买卖技术股的方法—— 一个价值投资经理买卖技术股的方法。我非常高兴我们能有这样的想法，即买入数据镜像公司(DataMirror)。数据镜像的股票将会下跌，该股票是我整个职业生涯中交易成绩最好的。我只是得到了幸运的眷恋。在正确的时间买入和卖出，我想在其从4美元涨到20美元左右时，我赚了3倍。我累坏了。结果不错。尽管没有税务效率，但还是不错的。这是一个很好的交易技术股的方法，因为在4美元时，你得出结论，认为有私人硅谷公司股权的公司不止4美元。这是一家合法的企业，只要有足够的时间和空间，其巨大的价值将超过每股4美元。因此你没有对数据镜像自身的业务支付任何费用。我现在努力想记住这件事，但是我认为私人企业的股权你能说其值(例如)12美元，其股票价格是4美元。

甚至在荒唐的牛市中，你也有办法找到因特殊情形而具有价值的股票。无论其是石油股、天然气股还是技术股。这是玩转股票的一个很好的方法，因为你在顺势而为。你也许不会承担早期的亏损。我喜欢做这样的交易，寻找处于大牛市的某个行业，随后努力找到一些不寻常的情形。

我们之前对此谈论得有点多了，但是所有的价值投资经理对于他们如何购买股票在某种程度上说的是一样的。显然，你更加成功，尤其是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你投资的比例一般低于100%。如果说有些因素使你与其他人不同，并获得更好的回报，那会是什么呢？

对核心的权重股精挑细选。一只股票的投资比例超过5%会花费我们很多的时间。这不会经常发生。

我认为凯姆说投资比例超过5%的股票几乎没有亏损的，如果有投资比例超过5%的股票。

我不这么认为。你如何对此进行定义呢？大西洋(Great Atlantic)在投资的前两年——我们的业绩下降了——投资比例好几次超过5%。有段时间，我想我们下跌了40%。

因此，如果你买入一只价格低于你认为的价值30%或40%的股票，这将会给你带来安全边际，我想这有助于你感到舒服。

这会使你感到舒服，但是其价格仍会下跌，让我们面对它吧。你不能避免这一情形。

正如他们说的，厨房里不只有一只蟑螂(if there's one cockroach, others come out)。换句话说，成长型投资经理说当一家公司的收益糟糕时，其未来4个或5个季度的收益会更糟。

是的，我相信是这样的。

如果他们的收益战胜了市场，他们通常会战胜市场4个或5个季度。

是的，不下则已，下则倾盆，说的是同样的道理。

因此，这是你在下跌中累计头寸的原因？

我认为是这样的。信念是非常有趣的。也许它是我们这里所说的那些核心思想的一部分。信念是你通过做很多的工作，很多的挖掘找到好股票。例如，当你真的访问你选择的股票的工厂或厂房而不只是阅读有关文件时会给你带来惊喜。我经常对与我们竞争的很多人感到惊讶，他们从来不访问公司。例如，就在最近，上周我访问过两家公司，一家在西部，一家在大多伦多区。我对这两次旅行中的见闻感到吃惊。我阅读了很多关于这些公司的文件，但是你不能只通过阅读了解这些公司。你不得不观察、接触地上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人,并与他们交流。

这很让人吃惊。你开始意识到这不只是一只股票,这是一家非常好的企业。因此你开始变得更加舒服,该公司不会倒闭。这里的很多人每天都在努力确保生产适量的产品,他们实际上有真正的业务,他们的客户遍及各地,有基础设施。这是一家业务非常清晰的公司。走访的见闻使你通过阅读获得的内容鲜活了起来。

因此这也是要进行50%的定量分析的原因。

是的。

你不会只因为某只股票便宜就买入。你去观察正在发生的情形。

是灵光乍现。例如,卖出克里奥就是我们的灵光乍现。当时我去德国参加展览会。罗布准备与我一起去,但是他不能去了,因为他的妻子怀孕了,将在那个星期生产。为期6天的德国展览会每4年举办一次,这次展览让我很长见识,因为我不得不观察行业中的每个人,他们都在同一个6层或7层的建筑里。这是一个很大的展览。突然,灵光乍现。天哪,如果这些家伙做他们正在谈论的事,他们都会破产。当时我们说,“我们最好的方法是要么卖出股票,要么找到解决方案”。

那么一家公司的管理层有多重要?

非常重要。但是正如罗布指出的,一些企业由白痴运营也经营得很好,是吗?这样的企业少之又少。巴菲特告诉我们同样的事。在如今的环境中,有了互联网——以及一般意义上的技术,很多进入壁垒消失了。公司之间的竞争变得更加激烈了。因此也许可以得出这样的结论,现在的管理层比之前更加重要。

有一个好问题。哪只股票让你的盈利最大?

最大的百分比?

是的,是最大的百分比。

这与按照美元衡量的结论有所不同。也许盈利最大的股票……因此要忽略时间?太阳人寿也许很难战胜,因为其在6个月翻倍了,是吗?不是,实际上,你能战胜太阳人寿。这个问题很棘手,因为太阳人寿在6个月或5个月涨了1倍。大西洋和太平洋茶叶公司在两年半的时间里涨了3倍,其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的涨跌幅都很大。我猜，按照百分比衡量盈利最大的股票会是大西洋和太平洋茶叶公司或数据镜像公司。伊克坦护理(Extendicare)[1]也许很难战胜。伊克坦护理的股票原先是以2.40美元买入的。我们最终出售时，该股票的价格是20美元。加拿大医学实验室(Canadian Medical Lab)的股票原先是以5美元买入的，4年后我们以30美元卖出。因此我们有很多短期内上涨四五倍的股票。

很多基金经理说他们买入的10只股票中，有3只的盈利最大。

我们运营的投资组合的控制要比大多数基金经理严格，因此也许我们错过了更多的股票，但是我们也许不会像其他基金经理亏损那么多。因此有利有弊。

是否有这样一个板块，你从中赚的钱要多于其他板块？

我们对媒体的回报非常满意，我们喜欢媒体。我们认为我们理解媒体。(我说的)媒体是报纸、电视和广播。

我认为媒体在衰退中受到的打击很严重。人们不会像以前那样做那么多的广告。

是的。这是典型的思维过程，尽管广播非常有粘性。我们喜欢比较老的工业企业，在那里人们完成制作和装配任务。我们也喜欢消费品。尽管其变化无常，尤其是如果你打算买入流行产品的零售业务。我们这里的托马斯(Thomas)在研究阿贝克隆比 & 费奇(Abercrombie & Fitch)，因为他爱这家公司，并认为其很便宜。我认为该公司没有特殊情形可以利用，这是一些问题，因此其也许不会占有很大的头寸。

因此你之前投资过技术股，但其是成长迅速、很难让人搞清楚的行业，是吗？

是的。我们选择股票的角度是寻找不寻常的情形、特殊情形。我们不会为了购买思科(Cisco)而忽略我们选择股票的角度。这不是我们的风格。

你是否有一天早上醒来说，“我应该成为一名积极的投资者？”

我们阅读了有关其他基金经理，如卡尔·伊坎(Carl Icahn)的材料。多

[1] 一家健康护理系统公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年来我一直是卡尔·伊坎的粉丝。事实上，我也许读过和重复读过一本有关他自传的书。我想这是一本没有获得授权的自传。书的作者是马克·斯蒂文(Mark Stevens)。这本写于20世纪80年代初或80年代中期的书名为《国王伊坎》(*King Icahn*)。我发现该书吸引人的地方是他开始时的投资有多小。他第一次积极地争夺代理权的是炉子制造商泰潘(Tappan)。我阅读了关于他不得不在深夜打电话，给股东、夫妻老婆零售店股东打电话，努力让他们行动起来。当时谁是卡尔·伊坎？没有人知道他。

因此我们知道积极的股东经常有突出的效果。我们看到其他人在这么做。但是这一过程的部分内容使你变得足够大。基金，我们的头寸规模变得足够大，因此我们也在做积极的股东。如果你在运营5 000万美元，你不能这么做，但是在2亿美元的时候，你也许会有一些影响。

克里奥是这么做的第一只股票吗？

是的。因此经常在幕后有鼓励和谈论，“嘿，为什么你们这些家伙会想到这么做，为什么不要这么做呢？”但是我们从来不打算在州外的企业这么做。

海盗资本(Pirate Capital)？

是的。看到我衣架上的帽子吗？我被要求在纽约的一个研讨会上发言，海盗资本就是发言者之一。

基金是海盗旗基金(Jolly Roger Fund)。

他们召集了很多人，海盗基金和其他一些基金。他们非常有条理。我喜欢他们的方法，因为其非常机械。例如，我们首先是特殊情形价值投资者，之后如果有机会通过积极的活动快速释放价值，当然我们会做。

你不介意与管理层对抗？

不介意。

我确定管理层从来不会高兴。

不是这样的。但是在这个新的环境中，他们都非常顺从。

他们也不得不按照股东的最大利益行事。

是的。3年前或4年前，他们会在你努力做的任何事上与你拼命，并在报纸和其他地方辱骂你。现在他们实际上就像是完全反了过来。环境发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了很大的变化，现在几乎像这些对冲基金也有很大的发言权。

对的。你与印刷业投资者鲍勃·伯顿的关系如何？你是怎么遇到他的？

我们与他打了一个冷访电话(cold-called)[1]。我们从加拿大的一名基金经理那里得到了一些热情的介绍。他在摩尔公司(Moore Corp)与鲍勃·伯顿有过交往。因此我们给他打了电话，并对克里奥进行了 40 页的演示。你不能去见一些人，努力通过打电话说，"你和我们一起买入克里奥是一个不错的主意"，让他们对其感兴趣。他不会认真对待你，是吗？我们有进行了认真研究的超过 40 页的演示文件，我们对该企业进行了详细分析，我们认真地审查了我们在其中看到的机遇。我们做了这样的分析，如果克里奥的成本——收入的 1% ——与其他人的预测大体一致，这里就是其收益的预测。这就是演示的大体内容。这就是我们接触鲍勃的过程，他非常迅速地回复了我们，说他有兴趣和我们一起投资。我想他也在与其他机会进行对比，因此时机是非常幸运的。随后他在一起投资克里奥后带我们投资赛诺威。

我知道这是一个非常漫长的故事，但是也许你能大概给我们说明一下多法斯科的情形。

《读者文摘》(*Reader's Digest*)的快速版本说我们对斯特尔科进行了不成功的偷袭。这导致我们对一位朋友说我们非常尊敬斯特尔科。他让斯特尔科引起了我们的注意。我们迅速做了一些工作。我们看到他对企业质量的评价以及汉密尔顿(Hamilton)成为一家收入可以信赖的企业的可能。之后不久，他们宣布收购 QCM——魁北克卡梯尔矿业(Quebec Cartier Mining)的一家控股公司。当我看到收购将产生的收益以及收购 QCM 的便宜价格时，我惊呆了。我给公司的财务总监打电话说，"你确定吗？我投资公司的股票是否正确？"他说，"是的，但是切记这是一家周期性的企业"。我说，"好的，但是我仍然会投资"。我们比较了拉布拉多铁矿石收益基金(Labrador Iron Ore Income Fund)和其他一些基金的估值，我们迅速意识到

[1] 所谓冷访电话就是白撞式的冷访，你和对方并不认识，通过公用电话本或其他渠道得到的电话名录一个一个地进行电话联系。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不得不冒险投资。

因此我们以 12 美元的成本买入多法斯科的股票，持仓接近 15%的权重。我们持仓的平均成本是每股 37 美元。不像太阳人寿的首次公开发行，这是最快的建仓，因为我们在几个月的时间就买入了 2%的头寸，随后他们宣布收购 QCM，这就像，“真见鬼了，他们得到了这个便宜”。我们的持仓到了 12.5%左右。在 2 天的时间里，我想我们基金的持仓比例从 2%上涨到了 12.5%。

多法斯科的流动性如何？

没问题，我想其在宣布收购 QCM 后发行了 7 700 万流通股。

因此在很短的时间内建仓没有问题？

不是。其市值大约为 28 亿美元。我们开始意识到这是一个真正的股东积极主义日程。我们通过跟踪一系列的积极主义步骤，准备了关于我们如何将多法斯科的估值接近每股 100 美元的 45 页的报告。到那时，我们已经与州里的一些较大的基金建立了联系，其中一家急切地想与我们合作，让我们负责路演，他们负责筹集资金。我们还没有大到自己单独投资多法斯科的程度，因此我们与他们联手。我们向他们进行演示，让他们与我们联手，随后他们开始与我们一起买入。

但是之后众所周知的那个事情打击了其粉丝，公司对 2005 年第三季度的盈利发出预警。这是其第一次发出季度盈利预警。我不知道多法斯科主要的汉密尔顿基金需要花费多长时间使息税折旧摊销前利润（EBITDA）低于 1 亿美元。这种事很少发生，因此让我们感到担心。这对多法斯科主要的汉密尔顿矿场来说是一次完美风暴（perfect storm）。拉尔夫·戈戴尔（Ralph Goodale）[1]宣布了爆炸性的消息，即收益信托将不再给予任何事前租税裁定制度（advanced tax ruling）。因此现在我们认为，“天哪，投资 QCM 的收益信托基金将不可能了”。作为收益信托基金，汉密尔顿不再值得投资，因为(1)其基本面出了问题，而在之前没有这样的问题；(2)拉尔夫·戈戴尔只是使其更加困难。因此我们卖出了一些头寸，并没有意识到其他地

〔1〕 加拿大自然资源部部长。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方的大的钢铁公司[如阿塞洛(Arcelor)]从5月开始在多个场合与董事会接触。

当时你持有该股票的比例是上升了还是下降了?

哦,我们的持股比例有小幅上涨。我想我们是在40多美元或45美元出售了很大一部分头寸,结果发现之后有几个要约收购事件。这很糟糕。

到后来你也不知道这些。

不是。因此董事会的一位董事和管理层持有公司0.2%的股票;他们做出了接受要约的决定,我们不知道对多法斯科发出要约的是大的钢铁公司。他们决定代表我们,我们没有必要知道这些。

你和你的伙伴一共持有多少股票?

噢,到那时我们只持有该公司大约4%的股票。

对的。他们持有0.2%的股票,但是他们在发行期权后持有更多的股票。

是的,是这样的。

2002年还算可以的。显然这就是2002年发生的情形。很高兴看到你度过了糟糕的时刻,以及当时发生的事或你的投资风格如何变化。

只是能够出错的事情确实出错了。是的,我们在质问我们自己。我们有很多客户。回想起来,我们真的对客户离开人数有点感到惊奇。我们对此感到非常高兴,他们现在与我们绑在了一起。这其中很多功劳要归功于凯姆的亲力亲为。一般来说,每个月的电子邮件——这也是凯姆的想法——是使客户了解组合中的股票的很好的方法。我们犯了几次真的让我们伤筋动骨的错误,造成了资本的永久亏损。亏损的金额从来没有超过基金的3%,但是我犯的错误是下跌时逢低摊平。因此在2001～2002年间,总资本大约是这两年间我们股票的7%,在发生了某件事后降低到0。在另外一件事发生后,损失大约是总资本的5%。因此这两种情形发生后我们的资本损失了12%,如果世通(WorldCom)和安然(Enron)没有发生财务欺诈,我想我们的情形会好一些。但是这样的情形确实发生了。当然,组合中的其他股票的价值同时也下降了。所有这些损失又回来了,我们在下一年赚钱了。当然,这确实让我们在2002年很受伤。在做空方面,正如我们经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常做的，我们的空头头寸在第一次大的下跌中获利。第一次15%的跌幅大体让我们回补了仓位。我们寻找机会再次做空，但是市场持续下跌。因此在2002年只是能够出错的事情确实出错了。然而，有很多理由使我相信在下一次我们会做得更好。

你的投资风格是否因此而有所改变？

我想我们现在更聪明了。我们变老了，变得聪明了。你早些时候问了宏观思考的问题。如果我们对宏观环境有更多的信心，我想我们能够更好地理解世通和安然事件对我们重组中的公司的意义。在两家公司出事后，都有处于重组资产负债表过程中的公司。在一种情形下，我们买入债券，希望获得股票。我们想获得股票分享其复苏的成功。在另外一种情形下，我们想直接使用延期偿还贷款就解决问题了。我的意思是，这一方法效果显著。莫塞克(Mosaic)就是这样的一家公司。州外的保诚保险(Prudential Insurance)购买了莫塞克大量的优先股。6个月后，我们发现其效果非常显著。加拿大的5家银行——其中的一家银行临阵退缩，基本上把整个交易毁掉了。但是现在你回过头来看，你说，“发生了安然和世通这样的事后，银行害怕了。他们这样做会有很多未收回的贷款”。现在我能理解为什么从上到下的决策不是延期偿还贷款。

现在，如果我们当时是一家较大的基金，我想我们也许会做一些事，向莫塞克提供额外的资本，精心做一些安排来让银行退出。我们只是决定，“你知道什么？我们头的左边、右边和中间都在疼。我们需要停止为此浪费时间和精力。够了，让我们前进吧！”

那么你如何控制自己的情绪？显然，像2002年这样的年份会慢慢过去。你不得不坚持自己的看法。

我想你变得更加坚韧，你的皮肤变得更厚实。你对此变得更加习惯。让我们面对它吧，好时候的回报远远超过其补偿。

成为一名有决定权的基金经理而不是，比如说零售经纪人——你不得不向零售客户证实你选择的每只股票的理由——有哪些优点？你没有办法购买你想买的多数股票。我认为人们不会与你坚守下去。人们想要买的是热门股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的。(1)他们购买我想买的股票会遇到问题,(2)我将不得不花大量的时间通过电话与他们探讨买入的原因。现在每天都没有足够的时间将一切都准备好。你也许注意到这个办公室非常安静。就像一个图书馆。我们阅读了大量的资料。我们听取电话会议的精神。你知道,我们没有太多时间与人们谈论我们在读的东西。

是的。你注意到指数的成分了吗?你的组合与指数的相关系数是0.3。

没有,我们没有注意到这一点。(你说的是)什么指数?我们的股票不是按照常规思路选择的。

是的。这就是基金行业的问题。80%的共同基金给你的回报是指数回报减2%。为什么会这样?他们为什么不离开指数?

你和我都知道原因,是吗?这是机构化的结果。有太多的业务风险让你的基金经理远离指数。获得中庸的业绩要好于努力获得优异的业绩,因为如果你的努力最终的结果是一团糟,你就出局了。这样的结果伤害程度太高(让人难以承受)。这都是废话。

那么你如何寻找机构。我猜你有既定的风格。

是的,我们有自己的风格。他们实际上找我们是寻找波动性。基金中的基金或养老基金通常把资金分配给良木的原因是他们90%的资金实施的是市场中性策略。但是他们想得到一些波动带来的收益。他们想努力选择一些阿尔法[1],以及通过一些基金经理来获得一些增加值,因此他们考虑我们,因为他们认为也许我们是合适的选股人。因此在其总体组合侧重于市场中性的情况下,他们将一些资金让我们来管理是为了获得一些额外的收益。

现在,避免大的亏损是长期获得胜利的关键,是吗?我的意思是,如

---

〔1〕 阿尔法是一个用来衡量资产组合的“剩余收益”或者说“相对收益”的回报率。国外衡量一个基金经理的能力时是看阿尔法,而不是绝对的回报率。阿尔法的概念来自资产定价模型,按照资本资产定价模型,$r=\beta\times$基准资产回报率$+\alpha$。也就是说,任何一个资产组合的回报率都可以分解为两部分。一部分来自于基准资产的回报率。这个基准资产一般来说就是指数的回报率。这部分利润是通过承担市场风险来获取的,可以简单地通过对指数基金的组合来获取。而α就是剩下的利润。这部分才是考验一个资产组合是否有价值、这个资产组合的管理人是否聪明的标准。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果你损失了资金的50%，你不得不赚100%才能回到你开始时的水平。

看看2002年的情形，2002年让我很受伤。

但是你在多数市场上取得低于市场的业绩实际上是一次例外。

除了2002年。

为什么你取得低于市场的业绩这么少？

我想有两个主要原因。其一，多头历史上被打败，是他们倾向于不在市场上廉价出售股票，尽管我发现这个规则使用的情形越来越少。这几乎就像我们处于一个价值股的周期，如果价值股的业绩让人失望，其下跌的程度要高于指数。但是，我会说历史上有相反的情形。价值股有粘性。其二，我们经常进行一些卖空。因此也许有三个原因。其三，我们经常不是满仓操作，因此给了我们一些缓冲。

为什么你在1998年显著增加了空头头寸？这只是一个你发现能够卖空的股票的函数？市场在第三季度下跌幅度很大。

当时只是感觉卖空越来越多的股票的时机正合适。寻找卖空的股票很容易。我们处于俄罗斯危机之中，随后你的资本降低了，因为俄罗斯的债券收益提高了。

并且所有的收益差扩大了。

是的，所有那些价差交易都亏损了。极地资本(Polar Capital)亏损严重。那是一个糟糕的时刻。有时候顺其自然要容易得多。因此如果你准备顺其自然，你每天上午来公司，你说，“我今天要做些什么呢?”因为你经常有太多的事要做。如果世界变得一团糟，自然的倾向就是说，“为什么我不做一些卖空呢?”你知道，那就是当时的情形。

你是否曾经对一个行业进行过配对交易。

做过这样的交易，但是回报非常低。你知道，非常擅长做这一交易的人，甚至使用杠杆，他们一年的收益是8%。这不是我们的重点。

你不得不让赚钱更有方向性，是吗？

是的。你知道，这是我们的全部定位。

我经常说只有对冲基金实际上倾向于使用很多杠杆。这样操作导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致的非流动性是对其致命的打击。唯一需要使用很多杠杆的对冲基金是风险最低的策略，即套利策略，是吗？

确实如此。

因为你在选择赚钱的股票。因此风险最低的策略实际上是最有风险的策略。

我知道。这一行业没有免费乘车。我绝对同意你的这个说法。

组合集中投资。为什么你认为集中投资要比遍地开花式的投资重要？

因为你和我，如果我们假定要买入整个行业而不是几只股票，这意味着我们不得不做很多的工作。一年中实际上只有几个行业你可以这么做。这花费的时间太长了。你不能持有 100 只股票，并做这样的研究。这也是为什么基金经理及其多样化是其不深入研究和坚信这一做法的借口。让我们面对它吧。我的意思是，这是诚实的，是吗？

你曾经发现了大盘股的价值？

噢，是的。

你过去投资过大盘股吗？太阳人寿、多法斯科。确实如此。如果你只坚持投资大盘股，你也许将很难战胜指数，因为你错过了……

我不这么认为。不是这样的。例如，你将基金的 15%投资于多法斯科，其价值翻倍了，因为后者被收购了。

如果你集中投资，显然你能……

我想集中投资是关键。这是聪明的赌注。

乔治·索罗斯曾经说，“你不得不对自己最好的想法下大注，或者你不打算赚钱”。这也是你的感受吗？

但是他的基金非常大，也许是我的 3 倍或 4 倍。不只是按照美元衡量，而且按照基金的百分比衡量也是如此，因为他使用杠杆。你对乔治·索罗斯感兴趣的地方在哪里？我读了很多关于他的著作。我有他所有的书，包括他的自传以及所有这方面的资料。当我上大学的时候，我读了《金融炼金术》(*Alchemy of Finance*)。因此我只能说我对乔治·索罗斯感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴趣的地方是量子基金的前 10 年或 15 年，那时他们独自使用多头和空头股票策略。

与朱利安·罗伯逊一样。是的，随后他们都准备做……

吉姆·罗吉斯和乔治·索罗斯努力寻找投资股票的想法。前 15 年或大约 15 年后，他转变为重要人物，因为他变得更大了。他带领人们执行不同的策略。这对我们来说考虑这样做还太早。现在美国有 80 亿美元或更多的对冲基金在做我们做的事情。因此你实际上能够像我们做的这样运营大资金。

你是否在寻找投资想法方面遇到问题？你刚才说，"当没有投资想法时，我们将持有现金"。

没有。问题是经常面临优先选择。这经常是我的问题。我经常在身边有一个表格，我在表格上努力为下一个重要的想法排序。记住，这不只是彼得·普彻提的想法。

这是一个非常高科技的表格。

[彼得拿出一张纸，上面写着几只股票的名字。]

是的，你喜欢这样做吗？这些股票的名字经常变化，因为我在选择。我过去将其保存在电脑里，但是这个方法很愚蠢。其他人有投资想法。这些人中有的在我们公司，有的不在公司。因此这是一个非常困难的问题。这是一个先有鸡还是先有蛋(chicken-and-egg)的问题。你不知道你应该努力做什么，直到你努力做时才知道。因此你不得不利用本能的想法。

你从这些想法中购买的股票有多少？1：10？

你指的是进入核心头寸的股票？我会用这样的方法告诉你：通常我们最终会少量买入我们认为有趣的一只股票。因此我们最终会在组合多头的底部出现很多持股比例较低的股票。在这些股票中，我会说每 10 只股票中最终有 1 只到 2 只股票的权重会超过 5%。那也许是一个好的想法。

一个市场周期中，你的目标回报率是多少？

我们经常在全部的 10 个年报中在相同的段落说明了这个问题。我们希望每年平均获得 20%或更多的回报。因此我猜那是唯一我能否决的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年末和 2008 年初对价值投资和你的基金是艰难的时期。

我从 1987 年就开始从业了。我实际上是在崩盘后不久开始从业的，因此我见证了人们在崩盘后的恐慌，随后又非常迅速地恢复到原有的状况。我想在 3 个或 4 个月的时间里，指数恢复了上涨的态势。1991 年中的某个时刻也很艰难。房地产和日本的所有问题影响了市场。我看到了 1998 年的情形，我和我的基金安然度过了 1998 年。我们那年的业绩一般。但只是因为当年多数时候持有大量的现金，以及空头和多头头寸相同使然。我想在 1998 年的多数时候，我持有 30%的多头和 30%的空头或接近这个比例，当年业绩上涨了 2%。1999 年、2000 年，甚至 2001 年的业绩都不错。

在 1999 年，很多价值投资经理人业绩糟糕因为整个技术股在上涨。你的业绩不错，然而，如果你看很多的价值投资人，他们实际上是在挣扎。人们有短期的记忆，是吗？那只是 10 年前的事，人们已经不记得了。

是的，但是随后的 2002 年和 2003 年初对我们来说很艰难。这是我最近一次经历过类似痛苦的时候。它明确确立了 2003 年、2004 年和 2005 年的业绩走势。我们在某种程度上看 3 年的回报。因此在经历了 1998 年的困难后，我们 3 年的业绩不错。我们在 A 类股票上获得了 190%的回报。随后在 2002 年开始的 3 年里，尽管我们在 2003 年初的业绩是负的，到 3 月末是－8%，我认为我们会在 4 月下降到－12%或更多，我们当年最终的业绩是上涨 30%。3 年，即 2003 年、2004 年和 2005 年，B 类股票的净回报上涨了 1 倍。因此这一时期，也许我记得不是很清楚了，感觉就像艰难的时刻过得太快了。只是很残酷。

为什么你认为自己的投资风格在这个周期中的这个时点比较艰难？是因为你有一些催化剂，市场没有真的关心？你认为 RIM 将持续表现良好？它的市盈率是 50 倍，是吗？因此你认为 RIM 现在是比皇家银行(Royal Bank)的市值还大。

是的？你也许是对的。

RIM 在某一时刻会下跌。我们都知道这一点。它的市值太大了。为了回答你的问题，尽管，这似乎是最近 6 个月的事，这是一些不同的问题的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合。首先，这是由信用周期引发的，我们中很少有人预测到了形势会这么艰难。最终发现银行家做了一些非常愚蠢的事。我没有必要为这些言论——美国的住宅行业出了问题——埋单。对我来说，那是结构性产品，银行让这些产品完全脱离了控制。他们没有进行风险控制，因此其资产负债表膨胀了。如果没有这些结构性产品，美国的住宅泡沫不会像现在这么糟糕，因为你不会持有这些经过打包的居民抵押支持证券。对我来说，回顾过去，显然是结构性信用产品问题使得泡沫更加严重了。因此银行——回顾起来是不可信任的，他们对这些产品基本上没有控制。

信用危机比任何人预期的更加严重。这可以用股票来说明。首先，小盘股崩盘了。我认为小盘股和中盘股比大盘股下跌更严重有几个原因。第一，他们没有任何国际投资。因此，如果他们是北美的小盘股，他们的业务机会在北美。如果美国发生了经济衰退，中国也许仍然不错，这没有关系，小盘股将下跌，因为他们的所有业务都在美国或加拿大，因此这是第一个问题。第二，当投资者紧张时，他们想要流动性，他们出售股票，小盘股没有足够的交易来轻松消化卖压。你倾向于使股票跳空下跌。我认为第三个问题是你缺少国际收益，这在某种程度上是第一个问题的翻版。货币，美元走弱很大程度上可以抵消像 IBM 公司——70%的收益来自美国以外——股票价格的下跌。当其将这些收益折算为美元时，以美元计算的收益会出现增长。它们的资产负债表倾向于非常强。大公司倾向于有大量的自由现金流和很强的资产负债表。因此如果你持有的股票没有岩石般稳定的资产负债表，你就会遇到问题。

赛诺威如何？市场完全忽略了重组和这一类事件。只是看到其印刷业务处于衰退中。

它非常担心衰退。我们知道赛诺威的管理层最近在美国的一次经纪论坛上会见了很多投资者。我们听说几乎在这次会议的每一个角落，人们都在问赛诺威的债券条款。人们甚至不知道赛诺威的业务，这是我们现在所处的环境中自然得出的第一个问题。让我们面对它吧。赛诺威确实有债务。这是我们持有的有债务的一只股票，我们首先就忽略了该公司的债务。我们持有的股票在增加，因为我们主要通过代理权争夺与鲍勃·伯顿一起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入。我们的原始成本是7美元，股票涨到了26美元。我们最大的问题是没有在20美元以上卖出足够多的股票。我们持有股票，因为鲍勃获得了这个兼并的计划，我们能够看到股票的价格将会更高。

如果他买入……

他个人持续买入股票，但是有很多人担心他负债太多。他最近在一个半星期前再次强调了他的方针，即公司创造的息税、折旧摊销前利润(EBITDA)将是3亿美元。他有很多备用计划。如果企业的任何一个特定部分出了问题，他会告诉你，“如果事情变得一团糟，我还有A、B、C、D和E计划”。其家族拥有价值6 000多万美元的股票，他还在继续买入。他在一个半星期前最近的一次电话会议中，公开宣称他的家族将从10%的所有权逐渐增加到15%的所有权。我能告诉你他对目前的股票价格很得意。这使他很疯狂，因为他已经让公司中所有忠诚于他的人购买了股票。他们中大多数人还在增持，因为他们的买入价低于10美元，但是有很多人最近也加入了买入的行列，这些人用电话进行交易，他没有发现这是不可以接受的。因此他能够追求很多策略性的交易，我们知道他有一些并购计划。我们的感觉是如果他进行并购，市场会欢迎，因为整个协同和成本节约游戏将再次启动。鲍勃会以息税、折旧摊销前利润(EBITDA)4倍的价格买入某一公司，同时会以6倍的价格卖出，这样可以创造不菲的利润，但是股票自然没有上涨的空间。这是小盘股，有使用了杠杆的资产负债表。为了将来进一步进行收购，需要有更多的借贷资金。因为回想起来我会说，我们卖掉这只股票很大一部分太愚蠢了，因为我们丧失了获得巨额利润的机会。公平地说，我们确实卖了不少股票。

你能在14美元卖掉它，它涨到了25美元，因此你从来不知道，是吗？

是的。

你在其涨到25美元时很高兴。这很难，是吗？

让我给你描述一份图景，当我们处于消极心理的影响下时，现在实际上很难想象当时的情形。比如说金融系统稳定性——我不是在说突然间这些银行开始获得他们习惯的净资产收益率(ROEs)——但是如果他们只是稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定下来，形势回到了正常环境，在这样的环境中，没有每个季度一次的危机，不用担心瑞士联合银行集团(UBS)和花旗集团(Citicorp)将不得不再注销100亿美元或200亿美元。如果我们只是回到了正常的银行业环境，你要我挑选一只不是金融股的能获利的股票，我很难找到一只比赛诺威更好的股票。到目前为止，你已经获得了印刷业最优秀的管理团队，他们个人忠于企业。他们持续购买股票。他们要融资进行收购，他们将以折扣价购买对方公司的股票。因此你将看到协同收益的增加。这是一个你能够指望的家伙。如果他告诉你有5 000万美元的协同收益，机会就是将有1亿美元的协同收益。因此你实际上能够看到这样的前景。我不知道这需要1年还是2年，但是我们能够看到该股票将轻松涨到30美元。这意味着他能够非常迅速地降低负债。正如他最近在一次电话会议中指出的，当时一些人问他，“如果遇到衰退，将会如何?”鲍勃说，“衰退? 印刷业从1979年以来就一直处于衰退中。”这是真的。

那里有很多的担心。我们最近一次在美国历史上遇到的类似情形是1960年，当时3个月期的美国国债与标准普尔股息率有很大的价差。这是很明显的，那是很久以前的事了。这是48年前的事。这很不寻常。这就是担心的缘由。

你的投资风格已经定型了。你不得不对其进行修正?

是的。你在某种程度上能对其进行调整。我们发现现在最有趣的是资本结构越来越高。你能够在不承担风险的情况下获得与股票类似的回报，这非常好，不用承担任何风险或承担非常低的风险就可以获得15%～20%的回报率。这样的业绩很难被超越。另一方面，尚库都(Jean Coutu)几乎是我们持仓最大的股票。ATS和尚库都是我们持仓量最大的两只股票。我会向你推荐药店，尤其是魁北克的尚库都，其占有44%的市场份额，没有一家药店能够接近这样的份额。它已经营业五六十年了，然而尽管其历史悠久，它能够产生自由现金流。人口统计学表明，随着人口的老龄化，人们要服用越来越多的药，药物占药店销售额的60%。药的利润非常高，因此有很多的自由现金流。这是一家伟大的企业，不受美国次贷危机或消费者或经济敏感的影响。这是人口统计特征驱动的结果。它以市场领导品牌的形式构建了进入壁垒，就像房地产一样。找到所有这些精心选择的药店地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

址——多年累积的结果——是很难的。经销商进入魁北克并开展同样的业务不是件容易的事。

最近几年我发现非常有趣的是加拿大上市的家族企业被出售的越来越多了，最近被出售的是加拿大直升机公司(Canadian Helicopter Corporation, CHC Helicopter)[1]。不久前，当艾伦·沃特斯(Allan Waters)去世后，沃特斯家族将 CHUM 出售了。你看看尚库都。库都(Coutu)先生 80 多岁了。他有 2 个儿子积极参与企业经营，但是他们实际上持有一半的股份。这大约是 1.25 亿股，其以每股 10 美元这样非常低的价格交易。我开始相信这两个儿子在某一时刻会看着自己说，"我们真的想经营这个企业吗？努力像我们的父亲那样经营企业，卖掉它，然后投资对冲基金如何？"这开始有吸引力了。

你现在管理着多少资金？我认为你最近写到，你持有的前 10 位的普通股以低于你经过计算的价值 50%的价格交易。

我们现在做的是我们会考虑任何股票作为核心多头头寸，或者一定是排名前 7 或前 8 的股票，我们计算得出其 1 年后我们认为的合理价格。因此就赛诺威而言，尽管我刚才对你说过 30 美元是可能的，我想我们过去认为赛诺威的价格会是 20 美元。在这个基础上，如果你将所有的头寸加总起来，我们几乎比今天的仓位增加了 60%。如果预计的形势没有出现，会回归正常，导致回报趋于正常，我们感觉我们已经让我们的投资组合增值不少。

我想最近一次你取得那样的业绩是在 2002 年，是吗？

是的，是在 2003 年春季。业绩有很好的上涨。随着我的年龄增大，我喜欢明确如何更好地管理下行风险，而不是要求我们的基金持有人允许经常买入看空期权，这是我能想到的最聪明的事。对冲整个组合的成本将是 2%～3%，但是这也许在某种程度上会使我们避免这些业绩下降的风险。这对我们来说不是一个完美的对比，我们的下跌幅度大于指数。罗素(Russell)是我们最愿意比较的指数。最近一次我们与其的相关系数是 58%。因此也许我们应该在将来做点什么，但是我们真的对卖空的升温感到犹豫，

[1] 世界上最大的直升机公司。成立于 1947 年，总部设在列治文(Richmond)。主要提供 7 大洲和大部分离岸石油及天然气生产企业的紧急医疗服务，基础设施维修费、水电、林业、采矿业和建筑业的直升机服务。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为卖空的技术性很强，正如我们所说的，"瞧，这不是一个市场中性基金，我们没有努力对冲我们的头寸，本质上是对冲多头头寸。我们只是喜欢偶尔进行卖空，此时我们想我们能赚一些钱，实际上，将其作为盈利的工具"。但它不是我们的重点。

你持有的股票类型是多数人抛售的股票、冷门股等。这些股票在某种程度上会被非常活跃的对冲基金大幅卖空吗?

有时是这样的。

这些股票今年也许会在某种程度上降低业绩?

是的。像赛诺威这样的股票是这样的，像尚库都这样的股票则不是这样的。我认为不会降低今年的业绩。

现在有很多有趣的事。除了能够提高资本结构和寻找债券外，还有很多形势可以利用。我已经看到了非常吸引人的其他形势——将会有巨大的涨幅，但是现在对其进行评论还为时尚早。我想其中一个会马上进入我们视野的在某种程度上像我们在伊克坦护理身上所看到的。该公司能够将有风险的部分业务进行隔离，你随后能将其与公司的好业务分离开来。这些好的业务现在市场对其的定价基本上是其收益的 3 倍。这是一个好的业务，并将逐渐发展。整个行业中该业务的领袖企业将在下一个 10 年中翻番，这部分是因为人口统计学的原因。因此我们现在正在进行这方面的研究。因此，有很多的机遇。我们现在还有不少现金。

在 2008 年初，你的多头/空头敞口如何?

我们的股票有 78%是多头，28%是空头。这 28%的头寸是我们(现在)用来对冲 FX 的，其中有 15%是美国国债的空头头寸，因为我们禁止投资衍生产品。当我第一次设立基金时，我不想投资衍生产品。我想成为香草(plain vanilla)[1]、一家选股公司，而不想因投资人和衍生产品而将人吓走。这也是我的钱，我不想投资任何衍生产品。我们努力管理我们的美国敞口，因为它在 2007 年让我们很受伤。我们去年做得不够好。

是的。我想去年加拿大元升值了 17%。

〔1〕 在金融市场的专用术语中，常用香草这个字来代表最单纯形式的金融商品，在期权市场中也不例外。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这让我们以加拿大元计算的回报打了折扣。去年，这是对我们业绩影响最大的负面因素。她使我们的业绩下跌了9%。因此我们将提高……

你将提高6%或7%。

提高6%。

这很有趣，因为如果你看加拿大元，其过去50年与商品价格的相关程度是90%，是吗？最近一次加拿大元到顶是在20世纪70年代中期，当时商品超出预期上涨，现在我们再次面临相同的局面。澳大利亚也面临着类似的局，是吗？

在美国，人口有3亿人。你认为按照百分比衡量有多少人根本没有抵押？

我想比人们想象的要高，高很多，50%？

75%。75%的人根本没有任何抵押。我们听到的都是这里的次贷出问题了，那里的次贷出问题了，世界将终止了。我不知道那里的人们如果不买房，他们将如何生活。不得不出售新闻。你不得不谈论最糟糕的情形。

丹尼斯·加特曼(Dennis Gartman)曾经说——显然，他是一个真正的交易员——但是他说，“市场的运动和市场上出现的问题都在市场运动方向的2%以内”。他说，“2%，无论是过多的债务或其他任何东西，这2%会拖累其余98%一段时间”。

是的，会拖累一段时间。

你还记得两年前的花花公子兔女郎(Playboy Bunny)——她是2006年5月或2005年5月或某个时候的封面人物——我在报纸上看到了她，她写道，“我不再当模特了，因为在佛罗里达房地产上能够真正赚到钱”。

佛罗里达？公寓式单位？

对的。因此她搬到了佛罗里达。她开始投机佛罗里达的房地产，我知道当她不再担任花花公子兔女郎的时候，正是房价最高的时候。

噢，你能找到很多这样的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿伦·杰克布
——坚持持有盈利的股票



“投资者犯的最大的错误之一就是卖出盈利的股票，坚持持有亏损的股票。”

从南非来的移民通常不太可能成为狂热的棒球球迷，但是非常成功的基金经理也不像其他任何人。阿伦·杰克布(Allan Jacobs)于 1989 年和妻子来到了多伦多，从那以后，他就一直被认为是最成功的加拿大股票型基金经理之一。他热爱棒球，因为他宣称的所有吸引人的统计数字和事实都表明这是一个“思考着的游戏”。他在 2007 年到斯珀特资产管理公司任职之前，有 14 年的时间在运营赛普特股票型成长基金(Sceptre Equity Growth Fund)，在此之前的 4 年里，他为加拿大人寿投资管理公司(Canada Life Investment Management)运营一只小盘股养老基金。你问他的业绩如何？在加拿大人寿工作期间，他的基金的年平均回报率是 26%，而同期指数的回报要比它低 4%。在赛普特，在他运营的 14 年中复合收益率大约是 20%。这样的业绩记录导致他的基金在 2007 年理柏加拿大基金奖(Canadian Lipper Fund Awards)颁奖典礼上被评为 1 年期、3 年期、5 年期和 10 年期最佳的加拿大小盘股基金(Best Canadian Small Cap Fund)。他也因为在赛普特工作期间的业绩被加拿大投资奖(Canadian Investment Awards)评为 2006

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年度最佳基金经理(Fund Manager of the Year)。无论市场形势如何,更好的业绩记录是很难实现的,尤其是从运营赛普特基金以来,他的业绩稳定性是无与伦比的。

受过会计师培训的阿伦认为自己是一个与数字打交道的家伙,因此他怎么会成为基金经理呢?20%的年回报率使得投资者在10年里的初始投资涨了5倍,20年里涨了35倍,30年里涨了215倍。他谈论了很多他持有的股票的复合收益增长的威力,但是显然,这也同样适用于基金。他的投资风格为“GARPy”,这意味着他吸引持有伟大的成长型公司,这些公司的交易价格相对于估值有很大的溢价空间。这说起来容易做起来难,但是他购买股票的方法通常能够使基金在糟糕的时候获得缓冲,并允许其在好时候表现优异。成长型基金经理通常以相当高的换手率著称,但是他买入并持有很多股票好多年,其中有几只股票持有了18年。投资者犯的最普通的错误是什么?持有亏损的股票,卖出盈利的股票。阿伦进行与之相反的操作没有任何问题。

斯珀特的专业程度是不可想象的,每天上午8:15一些小盘股领域最聪明的人围着桌子。这就是斯珀特的晨会,其间交换的想法都是无可比拟的。一个附带说明是,阿伦不是每天早上都参加会议。幸运的是,他是右撇子,有很好的想法,在阿伦不开会的日子里,彼得·伊姆霍夫(Peter Imhof)参会。我们实际上在交易时间里在斯珀特主要的会议室进行了采访。就像一个不错的饭馆,有侍者类型的人每几分钟进来一次,用非酒精饮料和一大盘新鲜的水果和甜点招待我们。拥有这样的服务,健身中心,以及阿伦每天穿梭于办公室,用自己的玩笑取乐斯珀特的员工,这听起来像一个伟大的工作场所。也许我会咨询他们是否还有一间额外的办公室,以便我能在那里工作。你说,是否在开玩笑?阿伦是一个英国喜剧的粉丝,尤其是“愚公秀”(Goon Show)——一个古怪的BBC广播节目。他实际上是愚公秀协会(Goon Show Society)的一员。这一点也不像会计人员干的事,但是阿伦也不是通常的基金经理。

鲍勃:你青少年时期就表现出对于股票或商业市场的浓厚兴趣了吗?我们知道,巴菲特曾经当过送报员并从中受益良多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿伦:我经常对股票市场感兴趣,这从我很小的时候就开始了,也许是在 10 岁或 11 岁的时候。我的家人有一些股票,我经常对这些股票很感兴趣。当我上大学的时候,我做的一份研究的主题是南非股息政策和其对股票价格的影响。股息是收益的一定百分比,因此你几乎能够说它受到了影响股票价格的收益、市盈率、收益增长的影响。股息通常是固定的百分比,具体取决于你购买的是什么公司。我有南非特许会计师的资格,但是我经常真的对进入股票市场感兴趣。正如我所说的,我在非常小的时候就对其感兴趣。我实际上为了投资削减了工资。在我历时 3 年完成这篇文章后的 8 个月后,我获得了特许会计师的资格,我进入了耆卫保险公司(Old Mutual)——南非最大的投资公司。该公司至今仍是富时 100 指数(FTSE 100)成分股。这真的是一家好的培训基地。实际上,20 年前伦敦的《金融时报》(*Financial Times*)就刊文称赞其世界级的系统。公司有 5 名计算机程序员,他们只负责编写投资程序,还有很多研究人员。因此在最初 1 年半的时间里,我的工作是研究分析师,我们对每家公司研究 1 个月。这是非常彻底的研究,你不得不基于经济学家的预测构建经济周期,并分析该公司的周期性如何。

因此我随后成为小盘股的基金经理,在南非,几乎没有小的矿业公司,因为国际上每个人都知道的矿业公司都由矿业巨头持有了,它们都不是小公司。在那个阶段,实际上在采矿业没有企业家阶层。大多数公司实际上是工业和商业公司,其中很多公司在南非的表现非常好。外国人经常投资黄金和钻石,但是在那个时候,国内的非矿业公司实际上表现更好,因为不仅商品价格没有那么高,而且他们有很大的市场份额,且呈双头垄断格局。他们因为南非货币相对于外国货币非常疲软而受到保护。

因此我有 1 年半的时间在投资小盘股,我管理着一家小公司的投资组合。随后在我移民到加拿大前的最后 18 个月里,我管理着南非最大的基金,相当于 50 亿加元。在南非,因为通货膨胀率是两位数,人寿保险公司常常大量投资股票,而不是债券,因为股票在通货膨胀的庇护下表现非常好,债券表现糟糕。这是一只非常大的基金,有点像超级坦克。因此其表现不错,但我是该基金的经理,随后其成为南非最大的基金。之后我在 1989 年初移民到了这里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该基金全部投资南非的公司？

是的。它不得不这样。

因此50亿加元是很多钱？我不知道当时市场有多大。

是的，它是南非最大的基金。市场当时也很大，有很多其他大的投资者。

那是在20世纪80年代末？

是的。我在1989年2月移民加拿大。因此我在1989年1月时还在那里工作，随后我来到了这里。我实际上是持有工作许可证来到这里的。随后我猜我会用18年半的时间全职管理加拿大的小盘股。

加拿大市场的资源股权重很大。南非市场也一样吗？

是这样的，但不是小盘股。也有不少矿业分析师，我们有很大的投资团队。在南非，你不会购买亏损公司的股票，你不会购买有很多债务的公司的股票。人们不想与其打交道。那里没有太多上市的股票，因为只有几百只股票挂牌交易。在那些日子里上市是不容易的。你不得不有一些基础。这很有趣。当我来到这里时，我不知道任何公司，但是我很早就开始管理组合了。相似的地方在于，如果你熟悉价值型股票或你对数字有感觉，你就会深入了解损益表和资产负债表的关系。我从3年一次的审计中知道什么是递延所得税。

你对企业如何做得很好有感觉。这里有很多不同的地方。例如，南非的披露信息实际上比这里要多得多。你拿到了没有合并的财务报表，这里你什么也拿不到。这里有很多不同的地方。如果小公司被大公司收购了，你真的不知道大公司有什么。如果大公司是私人的，你不必发送关于大公司的大量财物信息。1年后，你获得了年报，你真的不知道旧公司表现如何，因为你真的没有其财务报表。在那个阶段，南非有很多方法披露很多信息。这里有一些新的行业，如有线电视和航空。有不少区别——显然在资源板块中有很大的区别。在1989年，我想加拿大仍在繁荣期，住宅市场也在繁荣期。随后在1990年，当时利率飙升，商品价格非常低，TSX实际上亏损了。我想TSX在1990年确实亏损了，但幸运的是，我在运营小盘股，基金在我管理的4年间每年的回报率是26%。该基金称为专业成长基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Specialty Growth Fund)。这是加拿大人寿为养老基金运营的小盘股基金。这实际上是表现最好的小盘股基金。在我管理的4年间，TSX的年回报率是4%，BMO小盘股指数的年回报率也是4%。那几年对加拿大股票来说不是好年头，股票实际上处境艰难，当时利率高企，商品价格处于低位。加拿大元当时也处于高位——0.80美元。

你还记得那些年对你来说表现非常好的几只股票的名字吗？或者说你当时买入的股票，对你也帮助很大的股票？他们是工业公司还是研究公司？

有好几只股票。我记得派恩波因特矿业公司表现非常好。斯珀特证券推荐了那只股票。这是一只锌矿股，但是他有很多存货，现金会大量涌入，这不是因为锌的价格处于高位，而是因为他们持有大量的锌。公司被收购了，我持有的很多股票，如优尼康，也被收购了。

这里有世界一流的公司，即便其处于利基行业，其在业内也是大公司。但是如果行业不是世界最大的，谁又会在乎这个呢？如果你在利基行业处于数一数二的地位，且有盈利，这就是很了不起的。有很多股票的名字我记不起来了，但是有不少那时持有的股票现在还在持有，这是18年后的事了。莱特曼斯(Reitmans)，我今天没有持有，但是我想在大多数时间我持有该股票。我持有CCL，我记得我持有过多拉(Doral)。当时可供挑选的要比现在少。公司数量不多，现在都被收购了。加拿大公司数量开始增加，是因为较好的经济环境，以及有很多企业家和员工离开了大公司的事实，这很好。无论是矿业公司还是技术公司，今天有很多公司可以挑选。这是一个公允的数字，但是只有一小部分真的发展得非常好。我记得我们持有过优尼—精选(Uni-Select)，我们在这只股票上的收益很好。还有其他几只股票。我记得我持有过里昂(Leon's)家具。还有一些非常好的公司。

这是一个非常小的团队。这4年我基本上在管理小盘股。有4个人负责选择加拿大股票。

现在，基金管理，正如我们知道的，只有一半是科学，或数字运算，另外一半是定性因素。每个人都能进行数字运算，并知道公司的具体情形，但是我想，是定性因素或艺术部分将人们区别开了。你是如何调和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这两种角色的？

这是一个好问题。因为我有会计背景，我非常关注数字。另一方面，我没有必要花费好多天来看数字。我能非常迅速地浏览数字。我不会不假思索地相信预测。我发现预测也会趋于一致。好公司的表现要好于分析师的预测，差公司的表现要差于分析师的预测。有时人们会计算出一些数字，这些数字是一些公允的市值和股票的价值。如果假设是错误的，你就得到了错误的结果。我对数字和历史而不是人们将如何做给予同样的关注，我真的认为定性因素很重要。因此努力依靠好的管理团队，使用你的投资判断。我想你不必知道每家公司的 300 件事。你知道实际上很重要的 5 件事吗？你知道如果其中 4 件事意味着公司是好的，1 件事意味着公司是坏的，或 4 件事意味着公司是坏的，1 件事意味着公司是好的，该怎么做吗？这个对我来说是关键。什么是关键因素，如何得出这些关键因素？如果你知道公司的任何一个方面，你了解了很多细节，你没有必要这么做。我认为你没有必要了解所有的技术细节，无论其是技术还是冶金。这有助于了解细节，但是我认为你不必成为每个行业的绝对的专家。

你需要了解数字，你需要了解基本面，我认为你不得不对股票市场的估值有很好的感觉。这是一只技术股还是制造业股票？这是一只黄金股，还是基础金属股？他们倾向于获得不同的估值，其中一些是人们的预期，也会迅速发生变化。有一段时间你能够以其现金流 4 倍的价格买入铜/黄金股，因为公司不是做市商(operator)。这是因为其持有的铜比黄金多，黄金分析师不喜欢这样的公司。对我来说，这就是了解市场运行的方法，我利用这些了解到的市场运行方法。我买入也许不是做市商的铜/黄金公司，买入的时候它们确实便宜，因为人们不喜欢它们。当它们真的成为黄金公司，随后它们会获得比其作为基础公司时更高的估值。这在某种程度上就是历史。

莱特曼斯也一样，当时人们不喜欢像莱特曼斯这样的股票，因为它有两种股票，且交易量不大，它有很多现金。你能够继续买入。它以非常低的价格在交易，不是因为这是一家差公司，也不是因为其没有适当的成长性。

因此你面临这些真实的估值情形，但是它们不是深度价值股票。它们由于你能够容易改变的原因而被低估了。你能够继续买入一种股票，进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些市场推广，支付较大的股息。如果你有大量的现金，你能够做所有这些事，你能够进行并购。随后估值突然改变了。如果你能够以非常便宜的价格全部买下真的具有非常好的估值的公司的股票，随后，你在几年里会获得很好的成长收益。这就是那些爆炸性上涨的股票。它们实际上是有点枯燥的公司。定性分析真的很重要，因为你不得不使用你的投资判断。我不想称其为"本能的感觉"，但是你在某种程度上对公司及其管理层有感觉。我想人们不会为真的好公司支付足够的溢价，我利用了这一点。我发现人们经常低估复合收益率的力量。如果你告诉某人你在 18 年里每年的收益是 20%，他们计算不出复合收益。很多人卖出盈利的股票、买入亏损的股票，因为他们认为在这一天的决策是对的。不应该像这样操作股票。小盘股因很好的原因上涨，它们因很好的原因下跌。这也许是与商品价格相关的，但通常是因为它们盈利或亏损。例如，我不买入对我来说低于账面价值的垃圾股，账面价值在某种程度上是一个会计游戏。但是其有两层含义，是吗？我会以股本的折扣买入其股票，因为股本意味着他们也许在 2 年前筹集资本时候支付的价格。也许从那以后它没有赚 1 分钱，资产净值远低于账面价值。账面价值没有什么神奇的。你不必以账面价值解散公司，公司有很多留存盈余，这意味着他们赚了很多钱，他们没有以股息的形式将其花掉。这意味着资产能赚钱。有望实现净资产收益率(ROE)理论上是很好的。如果你以低于账面价值的价格买入，它不会有高的净资产收益率，或最低净资产收益率，未来 5 年内其交易价格仍将低于账面价值，账面价值不会上涨。如果你以账面价值两三倍的价格买入一家盈利丰厚的公司，未来 5 年内其价格仍会是账面价值的两三倍，但是账面价值也许会每年涨 20%。我真的认为你不得不为非常成功的公司和成长型公司多支付一些溢价。

另一方面，我确实认为投资判断真的是关键。每个人都读过书，知道沃伦·巴菲特是如何投资的，但是有多少人能有巴菲特的判断呢？告诉人们你为每家公司修建了护城河，随后你买垃圾公司在某种程度上是没有意义的。你不得不在长时间里平均保持较好的判断。按照我的经验，希望你能达到这样的水平。这不是你能学会的东西。对个人来说，我认为一些最优的投资人士不仅一直对投资感兴趣，而且他有很好的直觉和本能。你只能在 2/3 的时间做得非常好。你没有必要每只股票的投资决策都对——没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人曾经达到这样的水平——你不应该害怕选错某只股票。问题是，如果某只股票因合理的原因下跌幅度很大，你买入更多因为你认为你是对的，市场是错的，你不得不承认自己错了。

说得好。你买入的 10 只股票中，如果有 3 只股票真的盈利颇丰，这些股票将会对你的业绩做出重要贡献。业绩很大程度上是由少数股票创造的吗？

这不是我运营资金的方式。皮特(Pete)和我在一起的最近 6 年中，我们持有 50 多只股票。我们最后持有的股票超过 70 只。我们在很多不同的板块有很多盈利颇丰的股票。我们没有持有短期内上涨 20 倍和 40 倍(forty-baggers)的股票。即便我们有短期内上涨 10 倍或 15 倍的股票，也要超过 10 年或 15 年了。你猜会怎样？基金在 14 年里上涨了 13 倍。我能想起一只矿业股票，我们以 3 美元的价格买入，现在其价格是 100 美元。但是我们在 15 美元和 20 美元的价位卖出了很多股票，现在只有很少的一部分头寸。这是一次大胜，但是它不可能再次占到基金 8%～10%的头寸。我们经常保持非常多样化的组合。我想在某种程度上我们有很多盈利的股票，相对来说亏损的股票要少得多，尤其是最近这 6 年。

斯珀特资产管理公司以其从上到下的宏观分析而出名。我想你在过去没有这么做过。现在你在斯珀特资产管理公司任职，有其他因素影响你，使你离开自己实际上擅长的领域吗？

我们也许可以调整一下，但是我发现宏观分析很难做。之所以公司这样操作，是因为我的一些同事非常擅长宏观分析。我猜如果你真的擅长这么做，在某种程度上将使你的工作变得容易一些，“噢，这是一个伟大的行业和伟大的事物。让我们买入一大堆公司股票”。我以 0.65 美元买入制造商的股票，但是我没有说，“让我们选择所有的制造商的股票”。因此我们会对我们所做的进行一些调整，但是我不想过度依赖对商品价格的正确预测。我们会受到业绩非常好的同事的影响吗？答案是，我们会受到其影响。当我们说我们不会超配、低配或没有买入时，这是真的，但不完全是真的。不完全正确的原因是，当铜在 0.80 美元时，股票的便宜程度让人难以置信。

石油的价格是 10 美元。你买入石油股票了吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我没有买入很多石油股票。当石油的价格是10美元时，石油公司没有赚到任何钱。当铜的价格是0.80美元时，大公司只是在出卖自己。哈德湾矿业5年前或3年前上市。因梅特(Inmet)的股票价格是3美元。其现在的价格是100美元。

你曾经买入欧洲锌矿公司吗？

是的。

这是一只价格在0.80美元的股票。

我们以0.60美元的价格买入。但是这里有一个例子：在其价格为0.25美元的时候，我们不看好它，因为对于我们运营的基金来说其规模太小了。我们以0.60美元的价格买入，当其被并购后也许值3美元或更多。这都发生在3年或2年前。我们也许要对我们做的进行一些调整，但是我们不准备改变我们的风格，我不进行预测。与此同时，这是斯珀特的基金，有15个或16个人在买卖小盘股。我们有很多的想法，我们打算用其他人的投资想法吗？显然，我们已经这么做了。相对于我们熟悉的板块，我们会进行超配或低配吗？我非常自信这是不可能的。相对于对购入板块的正确预测，我对充分多样化和依赖优秀的选股能力更加自信。我想很难预测正确，但是埃里克显然在这方面的业绩不错。

因此你基于好的净资产收益率、好的现金流、好的管理层而不是因为铀的基本面好而买入一家铀公司？或你看供求的基本面吗？

我们现在听到这样的说法很多次了。突然间人们说，“你持有铀股票吗？”我昨天就遇到了这个问题。我说，“你知道，我们错过铀股票了”。我们没有观察铀股票后说，“噢，这不是一只好股票”。我们只是错过了。如果我们在那里，每天都听人说铀股票，那会有多好呀，我们会买入两三只铀股票。无疑，我们会买入铀股票。我们努力买入我们认为最好的、接近投产的或正在生产的公司。这有点像我们的风格。

是的，我想过这个问题。我猜有些事情你不得不注意。你想使用这里拥有的资源提供你的回报，但是不能偏离你成功的地方。

我们自己的投资组合中有很多股票，如马考(Melcor)、杰顿(Gildan)、邓迪(Dundee)或CCL，持有很多年。它们不会一年上涨100%，但是如果它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在持有 10 年或 15 年间每年上涨 25%，这两种方法有什么区别呢？我认为这很伟大。我也认为它们已经证明自己的表现，它们的风险相对要低。它们多个季度的业绩表现不是很差。如果它们下跌 20%，我认为这通常是因为市场下跌了 20%，而不是因为公司的业绩不好。它们不是高风险的公司，它们的风险很低。

我之前说过，在小盘股中，有很多风险最低的股票的回报最高。这并不意味着可以使用，这意味着买入能够创造奇迹的单调的公司。人们说，"噢，你知道，如何知道它们将以超过每年 3%或 4%的更快的速度增长，因为它依赖于零售的消费支出?"我不看零售消费支出，我不关心零售消费支出是否上涨 1%或下跌 2%。这听起来让人困惑，但这并不让人困惑，因为如果你已经买入真的非常好的公司，如果形势比较差，它们总有一天会变得更好。与此同时，竞争者实际上业绩也很糟糕。它们能够以便宜的价格买入(原材料等)，公司将会破产。它们最终的情形要好于其竞争者。当然，当零售消费支出两三年的形势很差时，股票的价格急速下跌，但是为什么与竞争对手相比它会变成一家差劲的公司呢？在形势好的时候，它的业绩比竞争对手好，在形势差的时候，它的业绩也会比竞争对手好，它会最终胜出。这不意味着零售业是一个伟大的企业，但这不是我们表现好的领域。我们的表现好时，我们会说，"这是一家真的非常好的公司。我们了解管理层"。在油田板块，你买入了这些公司，他们说，"哦，公司只有 6 个月的业绩记录"。不是，它有 15 年的业绩记录。是同一领域的同样 10 个人组建了三四家公司，在过去的好时光里将其出售给了美国的公司、信托公司或其他公司，随后又开始营业了。人们说，"噢，我们不知道公司的名称"。它们只是改变了名称，但却是同样的人在经营。

就像你的基金。

就像我们的基金，"噢，让我们看看三五年的业绩记录"。我不经常换工作，但是我有业绩记录。这没有多大的不同，因为我经常说我会支持有经过证明的业绩记录的真的好的经理。我经常说，你在以净值(NAV)买入基金。无论基金经理有好的还是差的业绩记录，你不会以溢价或折价买入基金。你每天都在以全额买入基金。费用或高或低。人们不会为埃里克的基金支付溢价，因为他 10 年间每年的回报率是 28%。他们在以其今天的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值买入基金。

你会用哪个词来描述你的投资风格？

是 GARP 方法，即以合理的价格增长。

你认为你的基金的平均换手率如何？

历史上，换手率平均为40%。这是典型的买入并持有风格。我不进行过多的交易。现在，我说有40%的换手率，至少一个季度会换手一次。其中部分是在你有很多现金流入或流出的时候发生的，其中一些在某种程度上……

现金管理。

现金管理。一些换手是卖出亏损的股票，一些则是调整盈利股票的比例。这不是今天买入股票，下个星期就会有结果的事，希望结果是好的，如果我买入的股票上涨5%或10%，就会被卖出。我不是说这样做有什么错，但我只是说我不是这样操作股票的。我努力买入并持有，如果其业绩表现不佳，我会卖出。我通常不会买入足够多的股票。我的意思是，我经常只以一个价格买入股票，我以3美元的价格买入基金总额的1.5%或2%，如果其表现不错，这很棒。在5年后，该股票的价格是20美元，成本仍是3美元。

你通常按比例买入股票吗？

有时我买入一半，随后的一两个星期买入另外一半。有时我全部买入。原因非常简单。如果你准备买入，比如说，55只股票，平均头寸是2%，为什么你在某种程度上要按比例买入呢？如果你准备买入2%，或准备买入1%，如果其价格下跌，你会买入更多股票吗？你开始在想你也许错了吗？如果股票价格上涨，你会如何操作？你是否打算说，“噢，选择了一只好股票”。也许你应该在2个星期前买入全部股票。因此如果我按比例买入，很有可能我在接下来的几个星期买入或现在买入一半，一两个星期后买入另外一半。我不会买入一半的仓位后用两个月的时间等待下个季度买入另外一半。原因还是我认为持有55只股票，平均持仓比例为2%已经足够多样化了。这不像我要持有5%的仓位，因此也许我只会买入一半以防其表现不佳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你会以低于平均价格买进吗？你会买入一只股票，他们有一个季度的业绩很糟糕，你说，"这是很好的价格。我将买入更多"。你是否更倾向于说，"这只股票表现不好"，随后卖出亏损的股票？

它们有一个季度的业绩很糟糕，我更有可能卖出。它们有一个季度的业绩很糟糕，为什么下一个季度的表现会好？

它们在形势变得更好前，有几个季度的业绩会变得更差。

是的，如果你买入一只成长股，"成长"并不意味着是技术。我在麦德龙(Metro)上赚了很多钱，其交易价格是收益的8倍，收益的增长率是15%～20%。在那种情形下，我更愿意以低于平均价格买入，但不是在其发布坏消息后。我不假定如果没有合理的原因，市场下跌30%。如果市场下跌幅度这么大，有时候有些人知道的要比你多。如果我认为其仍然是伟大的公司，其股票下跌时我不准备卖出。如果公司的业绩糟糕，有很多股票因为坏消息而下跌，随后又反转。有时候股票的下跌是由于技术股的冷热或矿业股的受欢迎与否。市场上的情绪变化很快。

你不得不对情绪变化的方法保持冷静。当市场真的很差时，人们不想看到首次公开募股(IPOs)。你甚至不能得到会见，那是最佳的买入首次公开募股股票的时机。当罗纳(Rona)公开上市时形势很差，人们只买收益信托。罗纳请求我买他的股票。这次发行以比预定价格低几美元的价格才得以完成。这是一家伟大的公司，其有很长的经营历史。当然，今天它增长速度不再那么快了，但是其增长速度也不错。对我来说，那是伟大的机遇。

我喜欢在市场真的很差时买入伟大公司首次公开募股的股票，因为如果市场下跌5%，首次公开募股的价格下跌20%或25%，猜结果会如何？他们请求你买他们的股票。如果市场真的很热，你返回来买他们的股票，他们就会提高价格，多好的生意。你一两个星期就会赚钱，随后你应该卖出，因为这是一个有泡沫的市场。一两个月后，它就要打折，没有一个人愿意买它。很难避免恐惧和贪婪，但是人们做蠢事的原因是报纸的头版在股票下跌后告诉你形势有多糟糕，告诉你在股票价格上涨后形势有多好。

我知道很难做反向投资，但是我努力回避做反向投资。我不是在说我在股票价格大幅下跌后买入股票。这样操作的是成长型公司。你会卖出因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为估值涨了一些而仍然在上涨的股票吗？或你会等待第一个糟糕的季报或等待其开始下跌？例如，想想技术股。我想 JDS 在其下跌 98%而崩盘前上涨了 100 倍或 200 倍。有时，等待一家成长型公司的受挫要好一些，因为在你卖出前会有 5 年的时间。如果真的是这样，你就会赚很多钱。

股票经常上涨的幅度要超过数字表明的幅度，对吗？因为人们在赶时髦。

是的，这是动量的原因。

股票下跌的幅度要超过数字表明的幅度，对吗？

股票过度波动。市场今天一天上涨 1%，随后下跌 1%，人们有很多原因解释为什么会这样。猜一下是什么原因？在月底的时候，股票价格走势平稳了，每天都在因为重大的新闻而过度波动。你对自己说，“有很多噪音”。因此，为什么市场在 8 月的下跌幅度这么大呢？也许是因为 6 月和 7 月上涨的幅度太大了。有时涨幅最大的股票在短期内跌幅也是最大的，人们在观望公司哪里出问题了。公司没有出任何问题。没有什么特别的原因，只是因为其上一个星期没有任何原因涨了 5%。只是因为有很多买家，随后人们开始获利回吐。市场上有很多噪音，我认为你不得不在某种程度上进行回避。在最好的时候这是很有压力的工作。你不得不在人们恐惧的时候努力保持冷静，保持头脑清醒，也不要过于执着。

价值投资者说，“我买入低市盈率的股票，这些股票预期堪忧”。当股票由于预期突然变好而上涨时，他们获得了巨大的成功，但是之后市盈率提高了。因此你这些因素都顾及了。对高价格的成长型股票，也许会在相反的方向上起作用。收益下降，因此预期其变得更糟，随后市盈率也降低了。你是否不得不在某种程度上管理这样的风险？

是的。我努力不对任何股票支付非常高的价格。这是第一点。我们也买技术股，但是我们经常买的是有些平凡的公司。你不会为其支付过高的价格。因此这是我们这么操作的一种方法。另外一种方法就是买入一些价值型股票。我想我们努力买入因一些不合理的原因——比如他们不做营销、缺乏流动性、有两种股票，或人们认为 CEO 的工资过高等——而估值较低的合适的公司。你实际上能在某一天通过声明去除一些原因的影响。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果他们有很多现金，人们说，“这些现金值多少钱？”现金不值数字本身表明的这么多钱，要打一些折扣。你买入这些现金后会得到什么回报呢？你能够买入一些股票，或你能够支付丰厚的股息。

有很多的回报，因此我们努力获得一些混合的回报。当你持有一只突然获得合适的收益增长的价值型股票时，会发生什么？你获得非常高的回报。如果你真的是深度价值型投资者，你也许会在其上涨幅度超过你的目标——也许是超过成本50%或30%——后，卖出这只股票。问题是股票将会上涨几倍，因为其估值和预期真的很低，突然间表现好得多。莱特曼斯或因梅特是一个很好的例子。当股票价格在两三美元的时候，没有什么预期。现在其价格是100美元。我没有试图卖出它，因为我有这方面的教训。当形势向正确的方向发展，你开始时以较低的估值买入，随后该股票不一定要成为成长型股票。如果其是价值型股票，会成为成长型股票。你会抓住这只股票从估值很低，变得稍微好一些，获得更多的市场份额，进入指数，到与中盘股相比较的机遇，获得几倍的涨幅。如果公司随后的成长非常好，所有的基本面会变得更好。股票上涨的幅度要超过你的想象。正如我说过的，我们不会试图为成长型股票支付过高的价格，我们努力买入快速成长型公司——人们不一定认为其会快速成长——的股票。他们不像人们对技术股所想的——“它处于快速成长的行业”。他们想，“噢，它处于食品行业或服装行业，不错的交易”。住房资本(Home Capital)在12年里涨幅超过100倍。遗憾的是，我们没有赚很多钱，但我们的业绩还是不错的。我们没有在这只股票上赚很多钱。

人们对在某种程度上错过的宏观背景很兴奋。如果你是普通行业中最好的，由于你是小公司或不太出名，估值是收益的10倍，而且你只有3个人为你服务，随后你成为成长型公司，这在某种程度上就是我们在寻找的成长型股票。我们不会买入价格是其收益30倍或40倍的股票，这些股票有可能遇到一个糟糕的季度，随后下跌30%～40%是很明显的。

正如你所说的，当人们看好这些成长型公司，市盈率也在持续提高。我们喜欢市盈率从8倍涨到10倍、12倍、14倍，并有希望涨到十八九倍的股票。它们不要进入20倍市盈率的行列。为什么呢？因为人们不期望出现奇迹。他们经常说，“噢，这是一家成长型公司，但是其增长速度将下降”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

食品或服装公司，看看它们的市值有多大。我能想到几家成为中盘股的公司，它们的增长速度实际上很快。它们也许会成为沃尔玛的少数几家供应商。它们按照自己的经营方法获得更大的市场份额。它们收购估值低于其交易价格的竞争者，随后由于获得协同效应而增加了被收购公司的价值。猜一下会发现什么？它们有干净的资产负债表，因此它们使用债务。它们以5%的利息借入资金，它们获得了巨大的回报，随后它们降低债务，一两年后它们再旧戏重演。人们说，“哇，一家中型公司的每股收益怎么会上涨50%？”没有并购，它的每股收益只上涨15%。它们进行了这次并购，改变了公司。

因此，这是我们在某种程度上寻找的公司。它们真的是好公司，有好的增长机制，有聪明的管理人员。他们在合适的时候进行并购，并不支付过高的价格。因为他们很聪明，所以增加了被并购公司的价值。你不会为其支付收益30倍或40倍的价格。因此由于收益让人失望而大幅下跌的风险降低了。这并不意味着这样的风险不存在，只是降低了很多。就技术股而言，它们处于增长型行业。如果市盈率过高，你真的会看到不想见到的结果。一些人制造出了比它们好的产品，或它们的产品没有竞争对手好。随后人们说，“天哪，这只股票现在的市盈率将跌到12倍或更低，而不是涨到30倍或更高”。在一两天内，股票就会下跌60%～70%。我的意思是，这种情形会发生。我们努力避免买入这样的成长型股票。

关键是你不得不看到一家公司一些增长或重要的因素，而这些是人们一般看不到的，对吗？

你也不得不有很多耐心。莱特曼斯在5年、6年或7年的时间里，价格永远是18美元，我真的在持有这只股票。我们今天没有持有这只股票，但是其现在的价格是19美元，除了其按照2：1的比例送股。不是每个人都知道那是8：1。因此其在六七年的时间里涨了八九倍。是的，这部分是因为美元大幅升值，它们以美元采购。每个人都说，“噢，这对出口商来说很难”。那么进口商的境遇如何呢？它们每天采购的东西便宜了，因此它们的利润上涨，它们有很好的收益增长。公司的估值非常低，只是因为其是单调的，没有交易。它还没有受到关注。它们有很多的现金和两种股票。诸如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此类的还有很多，所有这些都是真的。这不是一家差劲的公司，没有糟糕的记录，然而它的估值很低。因此在收益开始增长的时刻，股票以收益增长 1 倍的速度增长，因为估值太低了。这在某种程度上是我们在寻找的价值情形。我不喜欢买入交易价格低于账面价值的股票，如果其在过去 10 年里累计亏损。我认为这些公司是很让人头疼的公司，人们筹集了几百万美元只是维系其运营。我能想像在我来加拿大时这样的股票要低于 10%。森林产品行业是一个典型的例子。这是一个艰难的行业。以低于账面价值的价格买入股票的人们有时会掉入陷阱。问题是，账面价值经常被注销。你不得不更多地关注收益而不是账面价值。

我经常注意到分析师甚至都关注到了性服务产业和股票。你买入过很多他们没有分析过的股票吗？例如，哈德湾矿业在 3 美元时，没有人关注它，但是他们都关注它了，现在其价格超过了 20 美元。

是的，我买入的价格是 2.25 美元，还有认购权证。该股票非常便宜，这是一个好的例子，没有人关注它。

那时它是一个壳公司。大约是 1 000 万美元的壳。你为一文不值的壳支付 1 000 万美元。他们发行了 2 亿美元的股票，他们准备上市，因此他们在艰难的环境中努力向小股东出售公司的控股权。当然，他们请求你购买其股票。因此他们卖出的价格很低，随后他们以不是很高的溢价送上认购权证。我见过这样的情形很多次了。你不得不在某种程度上知道哪个经纪人倾向于向人们兜售赚钱的正在发行的股票，因为他们想在下个星期或下个月下次股票发行时向你兜售。有时，有些公司不想让股票在首次公开募股当日后上涨超过 30%，因为他们在偿还贷款。有时，他们告诉公司，“你值 X 美元”，他们努力获得 X 美元，他们不想过度低于发行价。在艰难的环境中，你不得不这样做。

我想你不得不虚心、抓住并利用机会。人们确实有不得不满足这 10 个标准的模型。你买的每只股票不一定要有收益。蒂明科公司没有收益。我们持有不少勘探公司的股票。他们有经过证实的业绩记录来使勘探继续进行吗？这个家伙之前经营过三家公司？他们有之前发现过 4 个矿藏的家伙，而不是说，“噢，我们对某个地方存在矿藏达成一致，我们支付了 10 万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，市值为5 500万美元，我们需要资金来开发这些矿藏”。这也许是好的，也许不是。我喜欢买入下跌20%～30%的股票，它们的价格更高。例如，如果你买入一只生物科技股，它使你感觉良好，但这是一个艰难的企业。当它们下跌20%～30%的时候，其价值是否更高？谁知道呢？假定这些公司需要花费10年的时间才能获得成功，但往往不是如此。随后它们花完了资金。有一些行业我倾向于低配，因为它们不赚钱，且处境艰难，10家或20家中仅有1家会大获成功。否则，它就是惨败。

过去这些年里，你发现哪个行业很难让你进行投资？

森林产品是一个很难让投资赚钱的业务。

很多价值型投资者持有森林类股票，因为这些企业的股票价格低于账面价值，是吗？

是的，但是账面价值经常被注销，因此它们的股票价格经常低于账面价值。有很多股票处于20年、30年或40年的低点，且没有股息。这让我很郁闷。它们的资产负债表很差劲，显然，这是因为它们没有净资产收益率，因此生物科技公司的债务只会增长到停滞不前的地步。

我过去持有CML，它是一家实验室公司。它在赚钱，也许属于生物科技股，但是我在生物科技股方面的业绩不好。我认为这是一家处于艰难阶段的公司。当你以1.5亿美元或2亿美元买生物科技公司时，与其一两年前市值为2 000万或3 000万时没有什么区别。也许他们赶上了好阶段或有了好结果。生物科技股经常上涨是由于该板块在某种程度上属于热点，它们一起上涨，但这仍然是投机。当其市值为500万美元或1 000万美元时，有合适的人在运营公司，此时也许是你应该买入生物科技股的时候，当其市值达到2亿美元的时候，它们不可能一下发现了一些重要的有疗效的药物(major cure)。它们在取得进步，但这是因为生物科技股都是热点。当生物科技板块失宠时，它们都倒闭了。它们筹集不到资金，它们花完了所有的钱。因此这就是我们买入的几家生物科技公司业绩不好的原因。修建建筑是另外一个领域。另外一个是，它们是怎么称呼的呢？替代的……

能源。

我与这种类型的公司作斗争。它们处境艰难。我对那些有好的价值、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现不错，但是不一定能够带来惊喜的公司有很多耐心。人们发现这些公司很无聊。另外一些人已经对它们厌倦了，因为它们有一段时间没有上涨了。正如我所说的，当它们下跌20%或30%，而市场没有下跌时，这不会使你感觉你想买入更多的股票，因为针对它的投机势力非常强。这不像市盈率变为10倍，市盈率是13倍，因为它们在烧钱。如果它们不久后不再筹资，将会是艰难的时候。我觉得这些类型的公司有一个真正的问题，但是每只股票不必一定满足25%的增长率和15倍的市盈率的要求。个股不一定要这样，但是平均来说一定是这样。

彼得·林奇过去经常谈论PEG增长比率(PEG ratios)，即市盈率增长率。

我非常关注PEG增长比率。我认为如果你的增长率超过了收益的增长率，那些股票在长期内将战胜市场。它们不会每个月或每个季度都战胜市场，因为有时小盘股完全失宠，因为没有人想对小盘股进行投资。我认为随着时间的流逝，只是数字的能力使然。如果你的增长率是20%，你的交易价格是收益的15倍，如果股票没有上涨，市盈率就是12倍。另外一年将会是9倍或10倍。你只能保持增长，使股票在一段时间停滞不前。在1999年和2000年，很多股票的价格从收益的15倍跌到了六七倍，这些股票不是技术股。每只股票都在下跌。我记得有一天纳斯达克指数上涨了11%，标准普尔指数在一天内下跌了3%。这是最奇怪的，技术股上涨11%而标准普尔指数下跌3%。每个人都在卖出其他任何股票，买入技术股。不只那天是这样，有1年半的时间都是这样。当然，你感觉自己像个白痴，如果你低配了技术股，因为你的客户对你的印象不是那么深，你的业绩受到了影响。

这使我们回到了你1999年的回报上。你的回报上涨了大约4%。你持有很多技术股？也许没有。

不是这样。我们处于低配技术股的阶段。我们的表现很糟糕。问题之一是，我们在那些时间持有很多微型股票。我们常常减持多伦多证券交易市场上市值为1.5亿美元的股票。后来，我们又将这一数字降低到1亿美元。此时中盘股进入到了大盘基金投资的行列。我最终管理的资金超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10亿美元，我在买入微型股票。这不是因为我真的想买微型股票，因为我不得不这样做。在亚洲金融危机期间，你不能卖出价格为5倍收益的卡车运输公司康曲兰士(Contrans)。如果你持有像康曲兰士这样的公司，你在亏钱，持有这些公司的人都在亏钱。赚钱的人持有大盘基金和技术股基金。我持有的一只股票的交易价格是其现金流的一半，且没有负债，该股票不停地下跌。当你想到这些的时候，买入微型股票就有合理的原因。持有它的每个人都在亏钱，如果他们的整个投资组合都在亏钱，继承该公司的人不会持有其股票。事实上，他们的账面盈利了，因为他们没有持有这一类型的股票。他们只是以一半现金的价格将其卖出了。谁会关心这个呢？"我们在另外的基金中没有持有该股票"。为什么你要自寻烦恼看这样的股票呢？事实上，你只是在账户换手的时候获得了现金，就像养老基金一样。股票由于动量下跌得太猛了，当然，由于趋势是你的朋友。总有一天，这样的趋势会变化。

使你在某一年业绩下降的股票有助于你次年的业绩提升，如果我们看看2001年或2002年，你在那些年里赚钱了，但是技术股和指数都下跌了。

对不起。你说的是1999年的情形。我们处于低配技术股，高配其他任何股票的阶段。

使你在1999年业绩下降的股票，显然帮助你在2000年和2002年取得了不俗的业绩。

是这样的。大盘基金在买入中盘股，我不得不将中盘股置换出去，因为我们买入的股票最低排名为150。因此接下来发生的就是TSX200指数有200只股票。排名在100～150的股票的市值为最大的50只股票的一半。不是持有10只或12只，我最终没有持有其中任何一只股票。我持有太多的小盘股，因此我们有几年比较艰难。我说，"继续持有。你不必买市值为5 000万美元或7 500万美元的股票。最低市值为1.5亿美元"。在股票市场最高峰时，最低数字不是TSX市场上排名第150而是排名第100的股票。

市场到顶时涨得非常厉害，最大的50只股票市值有大幅增长。我们没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有持有 80 只或 90 只股票，我们卖出股票，直到持有 50 只股票。我们受客户的委托这么做。与此同时，我们买入一些好的公司的股票。我们卖出了很多公司的股票，其中很多公司没有想象中那么好，它们是非常小的公司。另外一个发生变化的是，在这么多年后，我们不再卖出那些已经是 TSX 市场上最大的 90 只或 80 只股票，只是因为它们进入了前 100 名。之前，如果我们买入市值排名 160 位的股票，其排名涨到了 130 位或 140 位，我们会卖出它。大盘基金会接受这些股票，因此这样操作有些问题。微型股在 1998 年因亚洲金融危机和俄罗斯债务问题表现糟糕。微型股从 1998 年第三季度到 2000 年第二季度或第一季度末，表现很差劲。除了技术股外，所有的股票都在下跌，我们低配了技术股。我不想告诉你，技术股是指数中涨幅很大的股票。

这是否发生在矿业股，或基本面较好的股票上？

不是，我想这些股票还有价值。我认为股票将要重新估值，因为人们对商品价格保持不变有太多的自信。也因为很多大盘股被卖出了，填补这一真空就需要更多的哈德湾矿业、因梅特和伦丁矿业公司股票。我想这是一个艰巨的任务。个人来说，我不会高配矿业股票，我发现这些股票很难买入。我努力买入最好的公司。这是我谨慎的一部分，以及我要充分多元化的原因。我对宏观经济没有足够好的感觉。从个人来说，我有自己的看法，但是我喜欢能以 10%的折扣买入一家石油公司，而不是以资产净值(NAV)买入一家黄金公司或我不得不用 3%的折扣率试图以低于 1.5 倍的市盈率买入一家黄金公司。黄金以较高的估值在交易，因此在某种程度上，我也许认为黄金价格将走高，但是我对此没有想太多。这不意味着我认为黄金股票真的便宜，但是我确实认为矿业股票在四五年前真的便宜。

今天，我认为买入矿业股很难。我认为你不能拿矿业股与技术股比较。对技术股的迷恋完全是一种狂热，其交易价格是公司收益的 200 倍。公司以 30 倍收益的价格交易，公司在进行网站设计、在亏损。当然，你想你是错误的，因为它们在不停地上涨，随后也许会弥补你的赌注。我认为这样操作是在冒险，不值得进入这一板块。例如，你没有持有黄金，所有的黄金股占指数的 5%，在其占指数比例翻番达到 10%前，这不是一个问题。

我努力不让自己被大的板块运动而分心，我对这些板块没有很多的专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长和经验。我真的没有试图买入这些表现好的板块，这就是我将要说的。如果你需要买入很多公司的股票，有伟大的价值的行业将凸显出来。买入一家石油公司要比矿业公司容易，因为石油公司只需要100万美元。你开一个办公室，你就能钻一口油井。而建设一个矿场则需要5亿美元。

今天，对矿业公司来说，筹资要容易很多，但是这对资金量小的人来说不是一个简单的业务。与此同时，这也变得容易很多，因为大公司的人4年前说过，“铜的价格是0.70美元，黄金价格是250美元，我们将获得所有这些矿产，只要你从我们这里接手，你就会拥有它们。给我们50万美元和1%的特许权使用费，你就拥有了这些矿产”。聪明的家伙和企业家进入了，一些伟大的公司白手起家建立起来了。

有很多公司供你选择，你还能以相对低的估值买入基础金属公司。这些公司是我努力买入的，例如蓝色音符矿业公司(Blue Note)和夸得拉矿业公司。也许它们不是最好的，但是我认为它们是不错的公司，我认为它们真的很有价值。如果公司是次优的，估值相当便宜，我不介意买入这些不是顶尖公司的公司。我不会买入垃圾公司，尤其是给投资人带来灾难后果记录的公司，你说，“对我来说，股票从来没有足够便宜。我只是尽量避免买入它”。

你和彼得·林奇都谈到了市盈率增长率。还有其他人影响过你或让你效仿吗？

真的没有了。这不是骄傲。我读了沃伦·巴菲特的资料。但是我从来没有去参加其召开的年会。这不是因为我认为参加年会不值得。

我确实喜欢彼得·林奇。我相信保持简单的做法，我认为人们将事物想得太复杂了。人们过去经常问我们，“你认为哪一个小盘股真的好？”我们经常说，“斯珀特”。那是我心中经常想到的第一个名字。我确实认为好的选股人要意识到其他好的选股人。有很多人不擅长选股，他们经常谴责好的选股人的做法和说法，“噢，他在承担太多的风险。他与指数的差别太大了”。当然，这并不意味着你不会在多数时间做得不好。当你持有盈利的股票时，盈利的股票将会弥补亏损股票给你带来的损失。我信任浇花，而不信任野草。我认为这是你赚钱的方法，尤其是在小公司上赚钱的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浇花，不信任野草。说得好。我从来没有听过这样的说法。

这个说法不错。我想要说的另外一句话是，我们努力在其变得家喻户晓前寻找潜在的宝石。我们使用广泛的经纪人网络来寻找这样的公司。选择的范围越大，更多伟大的公司和真正便宜的公司就会脱颖而出。同时还要做自己的家庭作业，不要依赖第三方的研究。我们在电话会议中听取别人的意见，我们自己问问题。我认为不久之后，你就获得经验了。我不必要为与公司的见面做准备。当它们经历上市时，就会出现一些明显的问题。你获得了这些信息，你知道什么是重要的。有一些东西没有得到粉饰。我不会与分析师谈论很多，但是我偶尔会问，“哪些股票因为你不喜欢而没有跟踪?”这有点像，“我不会买入你推荐的这三只股票”。对我来说，那些没有被推荐的股票更有价值。

我也真的认为，会见公司，对管理层有好感是非常有价值的。这些管理团队中的一些人中，我们持有其股票好多年了，我不担心其日常的表现，因为它们被证明是成功的。因此我不太担心股票涨跌。如果我的判断是对的，股票在接下来的三个星期下跌 15%，我将会怎么办？我会记着买回它吗？这不是我的风格。我努力持有盈利的股票，但是我努力卖出亏损的股票，以及不会带来盈利的股票。

你有智库吗？你是否说，“这是我喜欢的一家伟大的公司。我认为这是一家好的公司，但是其估值太高了，因此我们会在明年继续观察，确认其是否达到了我们认为合适的价格?”

有时会这样。我不想为一家公司支付过高的价格。另外一件事是说，“它在某一时刻以 25%的速度增长”。这不意味着它的增长是可持续的，你不得不保持谨慎。这让人吃惊。有不少公司只是持续给我们带来惊喜，遗憾的是，其中的一些公司，我们并没有持有其股票。它们有这么好的业绩记录。你确实不得不保持开放的心态。我们以 5 美元的价格，即收益的六七倍，买入通用应用软件公司(Geac)。人们对其持厌恶态度，因为它曾经是一只高价位投机性股票。股票不会在一夜间成为明星。我喜欢买入这样的股票。你会见了一家公司，因为它们在路演。我们喜欢该公司，其价格是 2.50 美元。它们的发行价格是 2.20 美元，有或没有认购权证。为什么呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为它们得到了价格保护。它们只筹资 1 500 万美元,它们只用 3 天时间进行路演。只筹集 1 500 万美元,想想接下来会发生什么?股票价格开始上涨,因为每个人的购买额度都降低了。一些人以私募的形式买入,一些人买得太少了。这是一个好故事,因此股票价格涨到了 2.80 美元,而发行价格为 2.20 美元。我喜欢以 2.40 美元或 2.50 美元的价格买入,我能以一定的折扣以适当的规模买入。不错,因此也许有 4 个月的禁售期。如果这真的是一次热门的首次公开募股(IPO),我不介意买入。这并不意味着我会持有其 5 年。我只是在等待机会。过去,我在列奇(Leech)首次公开募股时买入其股票。我在罗纳首次公开募股时买入其股票,我在首次公开募股方面做得非常好。例如,在最近这个周期中,你发现有好的资产负债表的公司上市了。资产负债表差的公司在这个周期的早期上市了,因为银行等着拿回它们的资金。它们推动公司上市。因此我发现私人公司不是真的想上市,因为它们不得不公开信息。随后一些人最终会说,"如果你真的想保持增长,也许上市是好的"。我发现这种情形在 1994 年和 1995 年非常明显。有一些好的公司进行了一些伟大的首次公开募股,在这个周期的后期,当然,人们已经精疲力竭了,对吗?

但是,多数首次公开募股最终难道不是恰好以对公司来说正确的时间、对投资者来说错误的时间进行的吗?你在 1998 年或 1999 年没有看到任何矿业股票上市。

它们不能这么做。因为大公司上市,它们得不到什么好处。这里有一个好的例子,例如罗纳。它们公开上市时,只有非常少的公司上市,因为人们在寻求信托。这是你可以利用的一个好的时点。加拿大的石油股票在加拿大完全失宠了。你认为它们能以非常低的价格发行股票吗?答案是不能。因此你要利用好的时点。

在过去这些年里,你自己犯的最大的错误是什么?可以是一只个股,也可以是一个板块。

好的,在某些方面,我有些怀疑在技术股上涨的时候,是否过早地过于低配技术股了。我也许在技术股刚开始启动上涨时过于低配它们了,因为当时它们的估值很疯狂。只是它们的涨幅太大了。在技术泡沫前,有很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩记录良好的人业绩很差。它确实让很多人10年的好业绩泡汤了，人们每年都在增长价值，随后突然间在6个月内全部跌回原形。这并不意味着你应该按照股价指数配置股票，但是如果你有敞口，至少应该在上涨过程中一路获利回吐。当你落后于形势，技术股占指数的权证越来越大，你在某种程度上知道市场将会变好，因为技术股的估值实在太疯狂了。

问题是，我认为当一个板块由于那种疯狂估值的出现而大幅上涨时，一个人不得不保持谨慎。你能够认为同样的事情将发生在黄金股身上。历史上有一段时间当市场非常疲软的时候，黄金股涨幅很大。在某种程度上，我不喜欢因宏观经济而受到伤害，此时小盘股表现确实很差。这是我们持有中盘股的原因，因为我持有的一些微型股票，你既不能买入，也不能卖出。在它们以8倍收益的价格交易时这没有问题。你不能以8倍收益或7倍收益的价格卖出，你不能以7倍收益的价格卖出，是因为你不知道谁愿意买入它。有一天会没有卖方。我认为在某种程度上我不想因为宏观经济对不同板块不同的影响而受到过多的伤害。这是第一个要注意的。有一段真的非常糟糕的时期，因为那时小盘股表现很差。我的收益被技术股消耗殆尽。我只是说形势在不停地发展，我想尽早持有一些技术股的头寸会好一些。遗憾的是，人们惊慌失措地说，“哇，这是一个新世界。这是互联网的世界”。当占指数35%的北电网络交易价格是现金收益的100倍时，CCL的交易价格是现金收益的6倍，没有人关注后者，因为它不是技术股。这很奇怪，是吗？无论如何，我想有时候你会在相当长一段时间对市场的过度疯狂而感到害怕。

你不得不决定你是否坚持自己的风格或改变自己的风格，是吗？这是一个很难的决定。

那段时间确实很艰难。我事后在某种程度上想，“噢，我很倔强，我确信终归会证明我是对的”。正如我们知道的，技术股最终崩盘了，但是如果你在那几年没有持有技术股或买入的技术股很少，你将不得不承担业绩大幅下滑的风险。人们没有耐心。每个月，人们都在评判你，你确实不得不保持开放的心态。

你认为自己在过去几年中盈利最大的是什么？这可以是一只股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或一个行业。你盈利最大的股票或行业帮助你提供业绩了吗?

也许是5年、6年或7年前持有的非常少的矿业股票,因为它们几乎不赚钱。随后我们买了几只股票,尤其是在正好处在底部的基础金属、铜或黄金股。

就像1998年你买入矿业股?

不是,像2000年。

没有人买入。

当你想卖出它们的时候,发现没有人买入。发生这种情形不是因为它们一定是差劲的公司,而是因为长期资本公司(Long-Term Capital)破产和亚洲金融危机。还因为所有这些不好的消息。这些因素都不由你控制。

你每天读报纸吗?平均每天读多长时间?

是的,我读企业版。除了从经纪人那里得到的全部信息外,我们有很多内部的电子邮件。我们处理所有的语音邮件,努力每天至少会见2家公司。这就是彼得和我要做的。还有很多其他公司的信息等待处理,因此也许我们每天要访问3家公司。每天来这里的公司超过了3家,但是我也许每天至少会见3家公司。我做了一些交易,但是我不会做大量的交易。我们确实做一些经纪人的研究工作,但是你获得的研究信息太多了。每天有很多经纪人的资料要处理。我实际上不接电话。我告诉人们留下详细的信息,因为我不想为我做的每件事聊上20分钟。原因是我有很多事要做,我阅读大量的季报、阅读分析师报告、浏览一堆我讨论过的其他文件。我不想做模型和财务预测。我在自己的脑海中做这些工作,过一会,你在某种程度上就搞清楚了。因此这在某种程度上是复合的产物,是我的激情与习惯的产物。

正常每天都要处理很多杂事,但是我每天实际上在关注加拿大的小盘股和一些中盘股。我不会花费大量的时间担心加拿大或美国的零售额的变化,或者美国的一些大州发生的变化。这也许会推动美国的市场发生变好,但是我真的关注公司及其最终结果。我在浏览每年的财务报表,浏览季报,参加有公司参加的电话会议,阅读分析师的研究报告,听取经纪人的建议。我每天会听取几个经纪人的建议。这就像一个大杂烩,在某种程度上有些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忙乱。另一方面，我实际上涉猎很多。我不需要花费几个小时的时间看盘。我经常想如果你在分析一家公司，你是一名分析师，那很好。但是你不得不在一会儿之后做出一些决定。你不必为它花费2天时间。

保持简单。

你应该知道什么是重要的。猜一下是什么？这不意味着你是对的。如果你是对的，有段时间在某些方面你会做得非常好。让人惊奇的是，为什么一些股票表现真的非常好，而一些股票表现很差呢？它们只是非常好，或不是那么好。我观察人们的行为和他们告诉你的信息，因为每个人能告诉你它们会表现很好。我努力买入那些有支撑的公司。如果它们价格下跌了，那是因为市场下跌了，不是因为它们的收益不好。不是因为管理层说，“猜一下是什么？我们仍在寻找有价值的东西，人们还没有为我们最新的发明付出对价，但是我们也许将发明一些非常杰出的东西”。在某种程度上，在14个日历年度内，我只有1年的业绩是下降的。

你的基金在市场上涨时经常表现更好，在市场下跌时实际上比指数的表现好。这是不寻常的，因为很多时候，如果你在市场上涨时表现较好，你会在市场下跌时下跌幅度更大。

这也许是由于我们的风格使然。彼得和我买入了像CCL实业(CCL Industries)和京士威(Kingsway)这样很多让人乏味的公司。

你持有京士威？

这是一只比较差的股票。它经常在寻找新低。

它经常在寻找新低。是因为……？

它们从来没有做得像应该表现的那样好。

不是这样的。

这需要长时间的斗争，我有很多的耐心。我不介意持有几家这样的公司的股票。这也不错。它不会带来惊喜，但是也不错。另外一方面，实际上，进攻是最好的防守。你打算买什么股票？如果你买入收益增长公司的股票，它们永远不会下跌，除非你为1美元的收益支付100美元。当然，它们会永远下跌。如果收益上涨20%，它的价格没有上涨，随后市盈率就下降了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对的。

4年中每年上涨20%是不容易的,你知道?那些公司是我们努力想买入的,支持管理团队之前已经证明了自己,无论其是油井、矿业或其他任何形式的公司。对我来说,它只是像复合增长的力量。我真的喜欢买入大的快速增长的公司。它们不一定要真的上涨很快,但是它们也需要合理的估值。当我回想起来,住房资本涨幅超过100倍——这是了不起的。对我们来说没有什么神奇的,但是这是其过去12年里取得的成绩。在过去几年中,它没有做任何事。这是复合增长的力量。这就像向人们展示10年中每年收益为20%或30%的情形。这是了不起的。有很多人达不到这样的业绩。他们在卖出盈利的股票,买入亏损的股票,仿佛股票价格有一些神奇的地方。

另外一只股票是斯坦泰克公司(Stantec)。让人吃惊的是这些股票的表现。其交易价格经常是收益的五六倍。现在是16倍,一个很高的数字。没有人怀疑其这么大的涨幅。随后你知道这些股票拆分了多少次——无论是杰顿还是莱特曼斯——很让人吃惊。我们持有1只股票15年,其涨了24倍。我从没有卖出过一股股票。现在为什么我要卖出那些不贵的好股票呢?

我们在市场下跌时也有非常好的回报。我们过去也有非常高的信息比率(information ratio)[1]——超过了我们的基准回报。在某种程度上就是跟踪误差(tracking error),即偏离指数的程度。我们的信息比率是高的,不时会超过2。这是另外一个方面,我们买入所有的信息。我喜欢零售和专营零售商。在加拿大有伟大的公司。

让我们再次谈谈你的对冲基金与共同基金。

好的。

这两者之间有什么不同?你准备卖空个股或准备针对自己的头寸卖空指数吗?

---

〔1〕 信息比率是以马克维茨的均值—方差模型为基础,用来衡量超额风险带来的超额收益,比率高说明超额收益高。它表示单位主动风险所带来的超额收益。

信息比率的公式为:$IR=TD/TE$ (TD 表示资产跟踪偏离度的样本均值;TE 为资产的跟踪误差)

合理的投资目标应该是在承担适度风险的情况下,尽量追求高信息比率,而非单纯追求高信息比率。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们也许在 2007 年底有 10%的卖空头寸。例如，我们买入的矿业股票要高于我们认为合适的数量。为什么呢？因为我们认为我们买入时它们很便宜。如果商品价格大幅下跌该怎么办？因此我们卖空了一些矿业指数。我们增加了水平贝塔专业(Horizon BetaPro)……

对的。

我们也开始卖空几只股票。现在如果你对我说，“你有哪些卖空的经验？”

你能从斯珀特学到经验。

斯珀特的这帮家伙卖空了几百只股票。老公司很奇特。它们因这个排名系统而自豪。基本上，我们每个月不得不为 100 只股票排名，排出 25 只次好的股票、第三好的股票、次差的股票和最差的股票。我们不得不每个月为其排名，25 只这种股票、25 只那种股票、另外 25 只股票。我们这段时间挑选出来的最好的股票表现非常好。我们挑选出来的最差的股票在 6 年的牛市期间毫无建树。我们有能力选择盈利和亏损的股票吗？是的，猜一下会发生什么？我们不会大幅度改变我们的排名。这些股票我们能在五六年的牛市期间卖空吗？当然可以。我们有经验构建理论上的组合，该组合能够区分出好的和差的股票。这是我们开始组建对冲基金的原因。我们有很多卖空个股的经验吗？答案是否定的。我们有一些股票卖空的经验。你确实做过几次卖空后，就对此感到舒服了。我们与 J. F. 塔迪夫合作，他卖空过几百只股票。

我问 J. F. 塔迪夫，“你卖空的第一条规则是什么？”他说，“我从来不基于估值卖空。我根据恶化的基本面卖空”。因为估值能变得一直非常高，是吗？朱利安·罗伯逊的老虎基金卖空时遇到过这种情形，他在 2000 年 3 月关闭了自己的基金。

我充分意识到了这一点。我擅长从多头方面选股，同时这也有助于我了解哪些股票不应该去买。因此我们进入对冲基金行业，我们将在基金中卖空更多的股票。对冲基金的规模是 4 000 万美元，无疑这要比共同基金小得多。普通人容易买入共同基金，资金就流入了，但是我们能在对冲基金中买入更多的微型股。我想强调的是，由于在共同基金中，我们只能买入几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只微型股。问题是，如果你发现无线天桥（Wi-LAN）或太平洋星云（Pacific Stratus），就像我们一两年前发现的那些非常便宜的股票，我们不能持有它们，因为它们的市值大约为 5 000 万美元。我们确实买入了 9.9%的股票。不像买入 0.3%、0.5%或 0.8%的那些上涨 6 倍或 7 倍的股票，我们能买入 2%、2.5%或 3%。当这些股票的价格翻番或涨了 2 倍，我们会获利了结。那是我们能够这么做的优势。我认为我们能够在对冲基金中更多地进行这样的操作，并有望从卖空中增加价值。

当我们过去观察一家公司时，吃完午饭归来后说，"天哪，这么糟的一家公司"。我们过去经常一笑了之。现在我们只是考虑，"你能卖空它吗?"如果你以私募的形式买入，它涨了很多，你能向普通人卖空吗？你以 0.80 美元买入，随后其涨到了 1.90 美元，又跌到了 1.30 美元。天哪，下个星期它将解除禁售。猜一下会发生什么？其价格是 1.15 美元，是 1.10 美元。现在有大量的股票要出售。它仍然上涨了 25%，但是没有涨到 1.40 美元。这是对冲基金中经常遇到的，我们有能力这样操作。在一家 3 000 万美元、4 000 万美元或 5 000 万美元的基金中，有钱可以赚，如果它是热门的首次公开募股，我们将买入。如果我们能通过卖空赚钱，我们将明确地比我们现在进行更多的卖空。这是一个对进行卖空的想法感到更舒服的问题。我已经注意到你的回报能够损失殆尽，这不是因为你 3 年后错了，而是因为你进入太早了。我对此非常谨慎。你最终是正确的，但是你仍然会犯错。你将有 6 个或 12 个月的时间是错的，猜一下会发生什么？你将会感到恐惧，因为股票涨了 1 倍或 2 倍，而你在卖空。我们将更加审慎。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汤姆·史丹利

——逆潮而动



"重要的是要记住，如果你不谦虚，市场会让你谦虚。"

我采访过的基金经理中几乎没有像汤姆·史丹利(Tom Stanley)这样因自己作为投资者的所作所为而感到骄傲和兴奋的。发现一个人在其资金管理职业生涯中似乎心里有一件事，即为单位持有人做到最好，是让人耳目一新的。与其他很多股票市场超级明星一样，汤姆不符合你认为的明星基金经理的传统模式。我不知道他的办公室离多伦多市中心有多远，但是我知道从央街打车直接过去要花25美元。该地区不是海湾街的中心，但是未必不会创造好的回报。只要看看内布拉斯加州(Nebraska)奥玛哈(Ohama)的沃伦·巴菲特，也许是有史以来最伟大的投资者就可以窥见一斑。你是否认为汤姆办公室不在海湾街，而其英雄之一恰好是沃伦·巴菲特是一种巧合？汤姆说这不是巧合，这是设计而为的。我一点也不怀疑他的业绩是偶然的——1993年12月3日投资解决方案成长型基金(Resolute Growth Fund)10 000美元，并在2005年的6月14日转换为解决方案业绩基金(Resolute Performance Fund)，到2008年第一季度末将值336 430美元。从1993年末算起，这样的业绩的复合回报率是27.8%。

当汤姆成为一名投资顾问时，他并没有对投资业务有太多的了解，因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他阅读自己能找到的一些伟大的投资者——沃伦·巴菲特、约翰·邓普顿和彼得·林奇——的资料。经过多年的努力，汤姆随后开发出了自己的一套规则——他的投资纪律。

我也很少采访一名像汤姆·史丹利这样对自己的所作所为守口如瓶的基金经理。不要错误理解我的意思，这不是一件坏事。小盘股缺乏流动性，当你像汤姆这样可能只持有 8 只股票时，你不想有人盲目模仿你。集中投资是汤姆的策略，这也是巴菲特的策略，巴菲特曾经说过，"多样化适合那些不知道自己在做什么的人"。汤姆解释自己的策略时说，"扑克牌选手不会漏自己的底牌"。现在，由于集中投资带来的波动，汤姆在过去几年中有几次基金下跌幅度为 25%或更多。这并没有对他形成干扰，只会创造更多的机会。汤姆不介意说自己的持仓，这一类的组合将使传统的基金经理惊得发呆。但这也许是传统的基金经理的业绩甚至不及汤姆回报的一半的原因。他和其他人的行事方式不一样。如果你不以不同的方式做事，你就不能比别人做得更好。

再多说说他的办公室。你不得不由汤姆或其职员领到办公室，因为楼层索引上没有公司的名字。当你下了电梯，没有高档的办公室、橡木包的墙或漂亮的接待区。当你走进时，你会看到入口有一扇砂门，以及大的、古老的、开放的空间。这是一个难以形容的空的办公室，只放置了两件旧家具的办公室。

有一些非常简洁的漂亮的图表。当我进入办公室时，汤姆带我看了看这些图表。这些是解决方案成长型基金和解决方案业绩基金的业绩表。有一段时间，这样的业绩记录让汤姆的基金成为所有北美股票型基金中的顶尖基金。你注意到他的初始投资是 1 万美元而不是 10 万美元，因为汤姆相信这会给普通人带来伟大的业绩，而不会限制他增加财富的专长。

如果你想得到一些细节，可以浏览公司的网站 www. resolutefunds. com。它解释了投资哲学的细节，一般来说披露的信息已经够充分了。汤姆将其投资的 18 条规则放在了网上，在我采访之前，他又在网上增加了 3 条。我将在本章的末尾介绍这些规则。他非常清楚这是他投资纪律的核心。他也非常清楚要在采访中严格检查其基础规则，换句话说，这些是他不想谈的。幸运的是，这些没有出现在我想讨论的问题列表中。他甚至向我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拿出了查理·芒格（Charlie Munger)最近出版的书《穷查理宝典》(*Poor Charlie's Almanack*)。一看这就像一本伟大的书，我阅读得越深入，就会发现其越好。顺便说一下，查理·芒格是沃伦·巴菲特的业务伙伴和得力助手。

在2004年前还是一名零售经纪人的汤姆，让人尊敬的是他的坦率、奇特、谦虚和他相对于普通投资者的能力。

汤姆：我不给投资建议，我也不听投资建议。我想确保我的任何声明不会理解为给出投资建议。我只是管理基金。我准备回到你的问题，但是出于法律的考虑，我不想让这些回答被理解为给出建议。这也是这些日子里这个世界的运作方式。你同意这一点吗？

鲍勃：是的。你本科学位是心理学。考虑到心理学是市场的很大一个影响因素，你认为这有助于你的投资过程或者对你管理资金的方式有影响吗？

当然。心理学非常重要。一般来说，我会说人们的大脑没有很好地组织使其成为好的投资者，因此理解投资心理学非常重要，因为当你投资时理性思考非常重要。心理学对我有很大的帮助，我阅读了很多投资心理学的资料。这些年里有很多好的关于投资心理学的文章。

价值投资建立于这样的假设，即人们会不理性，你能在其中发现价值。我猜如果每个人都是理性的，每只股票的价格都等于其价值，你就不会发现任何价值。

我不相信有效市场理论，因为人们不是经常理性投资。引用巴菲特的话说，这受到了市场先生(Mr. Market)狂躁抑郁的影响。市场能在一天牛气冲天，而在次日熊市逼人。这就会创造机会。我非常相信这一点。

你直到1994年还是一名投资顾问，与日常客户打交道？

不是，我在1980～2004年是投资顾问。我在很多公司做过投资顾问。你说，“你怎么有时间研究你的想法，并不受这些想法的干扰，同时还要与客户打交道？”我当时要年轻得多，我有很多的精力。我亲自做了我的很多研究。我会说我当然为我的雇主使用过一些研究成果，但是我认为尽可能从很多资源获得信息是非常有帮助的。我现在肯定不会想那样做，因为这需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要做很多工作。这实际上是三份工作:做经纪人、做所有的研究和管理资金。

是的。我与很多零售客户打过交道。不是很多基金经理都有这样的经历。零售客户很难对付,因为他们很情绪化。你如何让人们坚持某种投资呢?

你在这里提到了几个好的观点。首先,对我来说作为一名零售顾问是一次伟大的受教育经历,因为我获得了会见超过 1 000 名投资者的机会,这些投资者中有的非常成功,有的不成功。我努力吸收这些人的经验和教训,即“如何做会取得成功,如何做则不能取得成功”。作为一名顾问,你要尽自己的可能做到最好。当然,当你在做一些短期内会向错误方向走的决策时,有很多工作要做。努力让人们做一些不同寻常的事,如在 2000 年周期的底部买入石油,是一个很大的挑战。在基金公司,这要容易得多,我只要投资就行了。面对零售投资者时,你不得不说服他们。作为一名顾问,我努力做的是收集大量具有说服力的事实。经过多年的努力,我认为我开发了一些非常忠实的客户,他们会听事实,并根据我的建议投资。我有一些零售客户在我 1980 年第一年开始营业时就投资了我的成长型基金,现在投资的是业绩基金。他们与我一起投资 26 年了。

了不起。这是忠诚使然。你经历过苦难的时期,其间有很多的资金流出。我认为你指的是 1999 年的事实。这很不幸,因为如果人们相信你以及你的所作所为,他们会支持你。

每天结束的时候,人们做得已经够多了,你不得不投资你认为正确的股票,尽管其短期内也许是不受追捧的。我确实会这么说,如果你看过我的基金 4 页的历史。我只是说有很多人打电话给我,如 1999 年或 2000 年,说“我喜欢所看到的你的基金的情况。看来做得不错。买入技术股票让我更兴奋”。我说,“我们没有买入任何计算机股票。我们买入了很多石油股”。我记得有一个人挂了我的电话。因此你不投资只是因为其太流行了。你投资于你认为将会给你的投资者带来很好回报的股票。我认为这是我这些年来努力培训我自己想要获得的东西。

一旦某些股票变得流行起来,基本上获利的机会就受到限制了,因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为每个人已经在谈论它了。但是当人们在三四年前认为你买入铀股票是疯了时，我会怀疑这将会赚更多钱的机遇。

是的。当我在2004年进入铀市场时，当时肯定不是流行的投资主题。当然我也因此受到质询。人们说，“你不知道铀很危险吗？你不知道它们在美国修建核电厂要用20年或25年的时间吗？”我只是说，“这里是我看到的事实”，就是这样。我想也许我说明了一些问题，因为我真的努力做到有效的理性。做功课，了解事实，基于事实做决策。因此也许普遍的说法是，“为什么你要买入铀？”另外一方面，这些是事实。

你自己做研究。你使用分析师的信息吗？

当然会。绝对如此。我也做了很多研究，我喜欢直接检验事实。回到我的投资哲学，我阅读了很多报告，努力尽我所能从中学习。我认为从很多资源中尽你所能学习是重要的。这只会帮助你做出更好的决策。

我理解你在运营资金的前几年，你使用其他人的信息或其他人的信息来源，你觉得也许这不是最好的运营资金的方法。

我认为在每天结束的时候，正如我在第四点所说的，保持怀疑态度是重要的。如果可以的话，直接检验事实。努力理解提供信息的资源的偏见和潜在的利益冲突是非常重要的。因此，直接检验事实是重要的。这也是我愿意投资加拿大的原因之一。偶尔我也会投资美国，但是我不可能会投资任何其他地方。我不会说“从来不”，但这是不可能的，因为当你在这里投资时，获得好的信息来源要容易得多，也能更好地理解这些信息。你只是会得到更好的信息来源。在某种程度上，理解加拿大的政策与努力理解遥远国家的政策或规则相比，要容易得多。因此我在靠近家的地方投资。

你会在世界范围内进行多样化投资，但是显然你发现在世界市场3%的市场上有很多赚钱的机会。这只说明你能在任何地方发现机会。

我认为进行国际投资有很多好处，我只是认为我做不到这一点。沃伦·巴菲特经常说，“知道自己的不足，围绕自己的能力划一个圈”。我在意译他的话，我不是说准确的引用。我只是说了解你的不足，最好别做超过自己能力的事。我认为我不是足够聪明，以至于有能力投资欧洲制造公司或中国制造公司，有能力在理解其业务方面有竞争优势，因此我愿意投资我感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到舒服的股票。这些年来我发现加拿大是一个很好的地方。它是世界上较大的经济体，我们幸运地拥有巨大的资源储量。我发现加拿大有很多机会，这些机会快要成为故事了，我认为我能够更好地理解这个故事。我没有很强的动力离家太远。

我认为你提到的重要方面是保持谦虚。我在 1999 年听一名基金经理称他是美国最好的基金经理，显然他发展得不是很好，当时他的基金业绩在 2001 年和 2002 年下跌了 50%或 60%。你的业绩记录是一个现象，是该国最好的记录之一。你如何保持谦虚？

在我的整个职业生涯中有很多挫折和失败。几年前，业绩基金下跌幅度超过了 25%。当我在运营成长型基金时，在我们的历史上，我们有 3 年的业绩是下降的。记住这一点是重要的，如果你不保持谦虚，市场会让你变得谦虚。我在很多人身上看到了这样的情形。成功是非常危险的。它会腐蚀你的心灵。我的长期愿景是努力尽我所能持续为单位持有人服务。我努力将自己视为一名马拉松选手，而不是一名短跑运动员。如果我的健康状况保持良好，且规则允许，我喜欢至少为投资者再服务 20 年。重要的是继续保持你的方法论，做对你有效的事。我努力在我的投资哲学 18 条中将其阐述清楚。正如我所说的，市场会迅速让你变得谦虚。我只是发现我们一直在面对挫折。

你有一个伟大的网站。

谢谢。我们一度封闭了成长型基金，我们变为非报告基金发行人，我们将我们的网站做了起来。网站的目的只是让人们更多地了解我在想什么，以及我们的价值观，告诉人们我们的成长型基金是如何操作的。如果你想使用网站上的一些重要信息，如果你想复制它，只有准确引用，我们欢迎。我们非常谨慎地践行这些原则。

你网上有 18 条成功的秘诀。但是如果你不得不告诉我一个……

没有秘密。我都放在网上了，因此它们是规则。

如果你认为有一个原因让你获得成功，那这个原因是什么呢？

一个原因？你不得不努力工作。

现在你研究邓普顿、巴菲特和林奇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别忘了查理·芒格,我非常尊敬他。

是的。他是一名常识投资者,不是吗?

是的。他也是一名非常非常好的老师。我只是喜欢他出版的书《穷查理宝典》。今天你离开前,我会让你看。这是一本非常好的书。查理现在已经80多岁了,我猜他基本上在努力将他所有的集体智慧纳入该书中。他的语言诙谐幽默。这本书中有好的投资建议,但是也有很好的尘世间的智慧,这是一本难以置信的好书。

本杰明·格雷厄姆有自己的投资哲学,随后是多德,巴菲特只是对格雷厄姆的哲学进行了一些改变,邓普顿有另外的投资哲学,林奇的投资哲学与他们不同。因此,你如何使用这些人的投资思路并与你的投资风格挂钩呢?

我主要的投资工具是加拿大股票,尤其是加拿大的小盘股。他们的教导不只适用于美国的股票,因此我从他们的所有投资哲学中汲取营养。我汲取了很多的营养,我不能列出一个明细表。但是,也许告诉你我从中没有吸取什么更容易一些,可以吗?我认为自己没有像邓普顿那样有精力和资源去进行国际投资。我不会像邓普顿那样投资全世界,邓普顿擅长国际投资。我也认为自己没有彼得·林奇那样的精力和资源,能够投资那么多的股票。

他投资了几百只股票。

富达麦哲伦基金 (Fidelity Magellan Fund)持有的股票有几百只,但是他在运营一只大得多的基金。我认为我不会像他那样做。再次提及到要了解自己的不足。我的投资更像沃伦·巴菲特,我运营集中投资的组合。再一次需要提及的是,我经常愿意买入不流行或没有人跟踪的股票,这自然非常像约翰·邓普顿勋爵的投资标准。说我努力模仿他们的投资思路很容易,我有这4个人所有的投资资料。他们都是非常优秀的,他们都有非常优异的投资业绩记录,他们都非常慷慨地分享自己的智慧。因此,你能找到一本书阅读——阅读查理·芒格的书,或阅读沃伦·巴菲特的年报,其中有他们很多的智慧。你也可以读彼得·林奇的书。他出版了一些伟大的书,如《彼得林奇的成功投资》(*One Up on Wall Street*)和其他书。我阅读了他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有的书,约翰·邓普顿也有很多关于他自己的书。

所有这些投资者都非常慷慨地与他人分享他们的智慧。20 世纪末有一个针对机构投资者的调查,调查的题目是,谁是 20 世纪下半叶最优秀的投资者?结果是巴菲特、邓普顿和彼得·林奇。我认为,说这三个人被很多人认为是最优秀的投资者是非常理性的,为什么不努力理解他们的投资方法,研究他们的投资思路呢?我也非常幸运地在加拿大市场有一些导师。他们中的一些是个人投资者,一些在投资公司工作。他们指导和点拨我。我不只是学习投资大师,而且还有一些人多年来对我有很大的帮助。他们也是个人投资者。我想我保持谦虚的部分原因是,努力从任何可以学习的人那里学习,因为你能从很多不同的人身上学到很多东西。

如果你看一下深度价值基金经理布兰帝或邓普顿,他们几乎没有买入过资源类股票,因为这些股票不适合他们寻找的投资目标。因此与消费品公司或零售公司估值相比,你如何对资源类股票估值?

这么做很难,没有容易的答案。

你更看中的是供求均衡?

这是一个非常复杂的问题。我不是一个天生的好的发言人,很难让我用一句话将其说明白。我的 18 条规则中有一条是要有灵活性。我买入价值类股票,从股价与账面价值比率(price to book ratio)、股价与营业额比率(price to sales)、市盈率和股价与现金流比率(price to cash flow)来看,都非常便宜。我买入成长股。我买入还没有投产的资源类股票。根据市场的情形保持灵活的投资方法是很重要的。我认为如果你一直使用某种严格的方法进行投资,你会错过市场上的很多机会。

因此,回到资源类股票上来,我当然有对这些资源的宏观看法。我认为你实际上在问我关于铀的……

是的。买入铀股票的原因是什么?

有很多原因,但是我会给出我脑海中闪过的半打原因。从 1985 年以来,铀的产量就处于紧缺状态。我们现在看到超过 20 年的时间会出现相对世界对铀的用量来说铀矿不足的状况。这是很不寻常的。你能从卡梅科年报中获得准确的数据,但只是大概的数字,世界现在每年使用大约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.8 亿磅铀，我在此基础上加减 10%。我的数字就出来了。我不是一个特别注重细节的人，我更多的是一个看大势的人。世界每年生产的铀大约是 1.1 亿磅。

因此，这个时候就存在缺口，当我 2004 年买入铀股票的时候就是这样，有产量的缺口。产量存在很大缺口的形势将持续存在。

也没有太多的存货。

是的，在 20 世纪 80 年代有大量的存货。存货即将消耗完毕。有 20 年的时间产品不足，存货就会被用完。

存货在哪里？

当然，苏联和美国有大量的存货。在冷战结束时，他们在削减核武器。很长一段时间，这使得市场上的供给大幅增加。

显然，我认为存货不是无限的。当我们在 2004 年买入铀股票时，每个人都在说，"噢，但是市场上还有大量存货。俄罗斯有所有这些铀"。随后我看到俄罗斯人在投资新的矿产，他们在寻找铀。这让我有点担心。我说，"如果他们有大量的铀的储备，为什么俄罗斯人还要投资新的铀矿呢？为什么他们还要寻找铀矿呢？"因此这暗示我，我们将看到大量的存货消耗完毕。还有一些存货，但是我只是说它们现在明显要少很多。

我不久前读过的资料说，沙特阿拉伯迫切需要钻机，人们说，"如果他们有无限的供给，为什么他们想要更多的钻机来寻找新的石油呢？"

是的，沙特阿拉伯在寻找钻机。他们买入一些钻机，我不知道其具体的种类，但它们是深水钻机。他们在深海的水域中寻找非常昂贵的石油。如果他们能在陆地上获得所有这些可以获得的石油，为什么他们还要花费巨额的支出在深海中钻探呢？努力获得尽可能多的信息是重要的。对于铀来说，我们将在超过 20 年的时间里面临供给短缺，有大额的供给缺口。这是一个很大的缺口。你能想出那些产量达不到世界市场每年需求的 2/3 的其他商品吗？当你面临这样的供给不足时将会发生什么？你将用完存货，当存货开始变得非常稀缺的时候，存货的持有人将会意识到这一点。一般来说，铀是重要的材料。世界电力的 16%是用铀来生产的。

让我吃惊的是，西欧 80%的电是核电。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为这些事实是不正确的。我对这些事实有疑问。也许在一些国家，如拉脱维亚或法国是这样的，但是我认为欧洲不是这样。西欧有好几个国家。世界核能协会(World Nuclear Association)是一个好的来源，你可以去看看。一些国家的核能用量要超过其他国家。回到 2004 年，为了结束你的问题，大量的供给不足将持续。需求在增长，尽管北美或西欧的主流意见反对使用核电，核电的需求会增加。亚洲有 4 个国家(印度、中国、韩国和日本)、欧洲有 1 个国家(俄罗斯)在修建新的核反应堆。多数新修建的核反应堆仍在亚洲。你还会面临全球变暖——越来越引起全世界的关注——等问题。核电的一大优势是产生非常少的新的绿色气体。很多环境问题专家开始热衷核电，但是每个生产电力的方法都有自己的问题。我注意到马萨诸塞州的人不想要风力涡轮机，我读过资料说，肯尼迪不想在马萨诸塞州安装风力涡轮机。

煤炭是便宜的，但是也有它的问题。

煤炭创造温室气体，而且很脏。我只是说，煤炭对很多人来说是一个可行的选择。我在多伦多的一次环境论坛上听了提姆・弗兰诺雷(Tim Flannery)——《天气制造者》(*The Weather Makers*)的作者——做的报告。他说如果中国要建设新的电厂，你愿意看到他们选择核电还是火电？他说他愿意看到中国选择核电。因此环保运动本身开始引发了人们的环保意识。当天结束的时候，当我们看到核电的供求，每次你建一个新的核电厂，就需要很多铀，这只是刚刚开始。我认为这需要用大约 3 年的供给。还有其他一些关于铀的有趣的因素，铀的供求缺乏弹性。找到新的铀矿并投资生产是很容易的。你不得不找到相关的人手，你不得不获得有关的审批，你不得不进行环境测评，你不得不建设一个工厂。所有这些需要花费几年的时间。因此供给不能瞬间增加。

从 U308 到 UF6，你不得不进行转化和加工。

是的，加拿大重水铀反应堆[Canadian deuterium uranium (reactor), CANDU]流程是不同的。需求缺乏弹性且还在增长。供给缺乏弹性。过去这几年铀对我们来是说是伟大的投资工具。

世界上只有少数几家公司实际上在生产铀，是吗？其中就有卡梅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科。在小盘股中，几乎没有其他任何类似的股票，是吗？还有帕拉丁。很多其他的公司在找铀，但是我不知道要用几年才能将铀挖出地面。

我们确实买入新公司的股票，我们从中看到了我们认为也许会存在的储备，你努力预估这些资产的价值。因此我们不是根据目前的收益进行估值。我们不根据目前的现金流进行估值，因为它们没有任何现金流。如果你坐在很多铀上，铀的价格在上涨，或者有合理的原因认为铀的价格将上涨，这样就会非常有利。我们买入的一只股票是国际铀业公司(International Uranium，IUC)。我买入该公司的其中一个原因就是，它拥有很多已经证实的铀矿，这些铀矿因为铀的价格太低而关闭了。因此，如果它们有一些高成本的生产商，如果价格上涨，它们就将会从价格复苏中获得巨大的利益。

我也从来没有看到像 UEX 这样被卖出的核心股。如果它们持续拥有这样的股票，那将是很了不起的。我以大约 1 美元的价格买入该公司。我不知，我是幸运还是聪明。

我们很早就有这样的一些想法，但是我们是长期投资者。

很难对你的风格进行分类？

真的是这样。我认为随着市场的变化，我的风格也会变化。再次回到我的过去。例如，回到 20 世纪 90 年代，你说，“你如何赚钱？”从很多我认为定价错误的加拿大小盘股中按照从下而上的方法自信选择股票。我买入一家生物医药公司加拿大基因公司(Cangene)。这是一家小盘股的折中组合。那就是我们在 20 世纪 90 年代所做的。

你的风格更像是逆向投资，是吗？

我的风格不仅是不合潮流，但是我会说，有时候只是一些不追随大众思路的不知道的想法。我们再次使用铀的例子，在 2004 年没有很多的分析师跟踪铀股票，或者说铀股票没有让人心动的东西。最近几年有很多分析师开始跟踪铀股票。你在牛市中不能保守秘密，当然你准备让更多的人进来时。在一天结束的时候，你发现了伟大的便宜的股票，因为它们没有人跟踪或不受欢迎。因此我猜你会说，是的，反向投资是买入股票的部分原因。这是我的 18 条规则之一，因此我同意你的说法。它不是唯一的买入股票的原因，但它是重要的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有个重要的方面被称为价值陷阱。股票以较低的价格交易是因为它值得以较低的价格交易，其将表现平平。你能买入一只价值股票，然后持有其五六年或8年的时间。你在某种程度上寻找一只股票的促进因素吗？

是的，如果你在寻找价值被低估的股票，这就是我会考虑的因素之一，我努力在想，"价值将如何释放？"这不是绝对重要的，有时我进行这样的考虑，有时则不会。我在2000年、2001年、2002年和2003年发行了很多非常便宜的年轻石油和天然气股票。它们的交易价格是现金流的两三倍，它们在增长，基础商品价格在上涨。因此使它们获得自已价值的促进因素是什么呢？答案是，收益信托似乎有无限的愿望来收购这些公司。因此在2000～2004年期间意识到我的很多年轻石油和天然气股票的价值的促进因素是收益信托收购了这些公司。随后，当我买入铀股票时，我感觉促进因素是持续的好的供求。我认为从长期来看，如果铀的价格上涨，将会对铀股票有帮助。我知道这听起来太简单了，但是有时候投资是简单的。如果铀的价格飙升，将会帮助好的铀股票。

其次是环保运动越来越关注温室气体及其对环境的影响。我花了很多时间思考和观察替代能源，我只是认为风能不会占到世界电力的20%或50%。有适合风能发电的地方，但是这样的地方在某种程度上是有限的。因此我认为，至少就我们这一代人而言，核能发电是最可行的替代能源之一，它不会使温室气体的形势变得更糟。因此，认为环保运动多年的努力将改变认为对其的看法是我开始投资的一个原因之一。正如我所说的，绿色和平组织(Greenpeace)创建人之一已经赞成使用核能。

是的。他发表演讲说核电是最清洁的能源之一。我猜如果我们能了解核废料，如何处理或对其进行再加工，这将会解决所有的问题。你如何保持耐心？

努力从你的错误中学习是非常重要的。回到1981年，我相信计算机的使用将变得更加广泛。我相信计算机将以某种方式与每个人发生联系。我买入了一个名叫北电网络的小的加拿大技术公司。北电网络的价格上涨后，我赚了一些钱，我卖出后，它在不停地上涨。我努力学习的教训是，正如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特所说的，你一生中不会有太多的好主意。因此当你有好的想法时，努力有耐心享受周期的全部收益。人们在 20 世纪 80 年代初期买入微软，并卖出后，或者买回沃尔玛后，将会获得非常好的业绩。但是如果你持续持有一只股票一段时间，你只会做得非常好。我认为当你讨论哲学时，回到谈论的第一部分是天然的倾向。获利回吐感觉非常好。我确信作为零售经纪人，你有零售客户。客户说，"我们赚钱了"，他们获利回吐的感觉很好，尤其是在市场调整的时候。他们说，"在我们的利润消失前兑现利润吧"。如果你有非常好的发挥作用的投资想法，你需要耐心让这些盈利的股票继续上涨。我同意这一点。耐心是非常重要的，因为如果你有好的想法，你想努力从中获得全部的收益。我是一名长期投资者，在短期内，你会让太多的年轻人对一个想法过度热情，他们会使用更多的杠杆。市场有时会进行调整。你提到 UEX 有一些非常大的钻井。你的事实是正确的。这是一个好消息，这是实质利好。但是将会进行调整。我发现短期波动，努力预测短期对我来说效果不是非常好。因此这是我说第一条原则是成为长期投资者的原因。

这要与普通人的情绪化的思想——恐惧和贪婪——作斗争。

也许恐惧来自我们是野人的时期，你知道。当你面对一个威胁或让人害怕的事物时，你跑了。卖出跑路。另外一方面，当你与市场打交道时，有很多人同意你的看法，这让你很舒服。作为人，我们喜欢支持自己的观点和想法。因此当很多人同意我们的观点时，让我们感到很舒服。尽管这不一定是好的投资。如果每个人都在做同样的事，正如你所说的，随后也许或有可能估值过高了。这钱至少赚得容易。因此回到我最初的假设，我们的大脑通常没有好的投资想法。我不得不理解其中的错误。这是重要的，正如我所说的，只是为了更加理性地投资。

那是约翰·邓普顿说过的，是吗？在市场最悲观的时候买入。他说市场的实践多次证明，这样的操作需要勇气。

是的。我记得原文是这么说的，"在市场最悲观的时候买入，在市场最乐观的时候卖出，这需要伟大的毅力，将会获得最伟大的回报"。是的，我实际上有一段时间经常引用这句话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当过去几年基金的表现糟糕的时候,你怀疑过自己的做法吗?

实际上一年中的每天我都在怀疑自己的做法。我认为谦虚的部分原因是知道如果我将会犯错——为什么我会犯错。你努力为此分配概率。每天时刻批评我自己是我的职责。如果你变得骄傲了,说,“我是正确的”,就要注意了,你将使自己陷入麻烦中。重要的是,检测和再次检测你的基础假设后说,“事实改变了吗? 形势改变了吗?”如果真的这样,我们将做什么呢?

约翰·邓普顿爵士甚至说,“如果你和 20 年前做事的方式一样,你就不会做对”。即便是严格遵循这一规则行事的人,他说形势变化了,你不得不适应它。

正如我所说的,在 20 世纪 90 年代,我看到了很多有价值的小盘股。其中有一些成长型股票。当然从 2000 年以来,我的能源股比例权重非常高。在 2000~2004 年间,能源市场上基本上是一些年轻的小公司。当我发现很多我想投资的股票被收益信托收购时,我开始转而在寻找铀股票,因为我认为它们有好的能源价值。随后,当然,我们开始发现我认为有伟大的价值的油砂股票。

要止损,对吗? 如果你有 50%的亏损,你需要 100%的盈利才能回到起点。如果你问 90%的人,他们认为如果你亏损 50%,你需要赚 50%回到起点。

在 2001 年和 2002 年,当形势不是非常好时,大部分在过去做得很好的人没有在市场糟糕的时候亏了很多钱。

在 2001 年,我们在扣除管理费后的回报是 24.4%,2002 年是 40.2%。当你说那是糟糕的年份时,我不确信你的意思。

我的意思是对市场来说是糟糕的年份。对我来说是好年份。你是如何做到的呢? 大多数人唯一能够做的就是大幅做空。

我们的组合中很大一部分是年轻的小石油和天然气公司的股票。我们买入了很多这样的股票。我记得一只股票的交易价格是现金流的 2 倍,基础商品价格在上涨。这是一个非常引人注目的故事。本质上我们没有努力在市场上投资。约翰·邓普顿说得非常简洁。我们能够因不同而胜出。如果你想复制市场,你只能买入指数基金。为了战胜市场,你应该努力做一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与市场不同的事。我们的目标是努力战胜市场，为人们赚钱，战胜市场。在我们的全部历史上，我们的定位与市场完全不同。我们没有试图成为指数基金，我们自然不会成为你所说的封闭式指数基金。在 2001 年和 2002 年，我们持有很多年前的石油和天然气公司的股票，我认为它们有巨大的价值和风险回报，它们给我们带来了非常好的回报。

如果你想和指数一样，你从来不会战胜指数。你听到很多基金经理说，“我高配”银行股或其他股票。指数中（银行股或其他股票）的权重是 35%，他们增持这些股票至 38%。从数学上来说，当你这么做的时候，你失去了 90%战胜指数的机会。我不知道为什么要这么做。也许是因为害怕出错，也许是害怕在指数上涨的时候业绩下降。我确信很大程度上是出于这一原因。这很不幸。这也是为什么 80%的共同基金给你的回报是指数回报减去 2%，因为他们的想法是，他们不能过度偏离指数。看到一些人像你这样，让人耳目一新。我采访的每个人中，没有一个人的组合像指数，显然是因为他们不能这么做。

我猜你在这里给出了非常强烈的信息。我猜事实是非常明显的。我这里没有秘密，因为我将它们都放在网上了。这些是我的投资原则。我认真思考了所有这 18 条原则，因为我认为它们都是非常重要的，我想与人分享它们。我只是说因不同（的操作思路）而战胜市场。

原则是有逻辑的，但是大多数人仍然不会按照原则行事。

是的，我不能代表其他投资者讲话。我不能代表其他基金经理讲话。我只能代表我们所做的讲话。我们不能经常战胜市场。有很多时间，我们没有战胜市场。如果你想有战胜市场的机会，你真的不得不做一些与市场不同的事。

为什么你的组合集中程度这么高呢？你说你看了彼得·林奇和邓普顿的书，他们持有几百只股票。

首先，巴菲特确实进行集中投资。第一，我能引用巴菲特（的经典语句），我有一句伟大的引用：

我们认为多样化作为实际的通用做法，对任何一个值得他们正在做什么的人没有什么意义。多样化有助于保护无知。如果你想确保相对于市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有坏消息发生在你身上，你应该持有一切股票。这样就不会犯什么错误。对那些不知道如何分析企业的人，这是一个听起来不错的方法。但是如果你知道如何为企业估值，持有 30 只、40 只或 50 只股票就是疯狂的，也许是因为对一个人来说没有那么多可以理解的很棒的企业。放弃一些超级优秀的企业转而投资列表中排名第 30 位或 35 位的企业，对我来说是疯狂的。

我在引用巴菲特在 2006 年 8 月刊的《杰出投资者文摘》(*Outstanding Investor Digest*)中的话。这是如此重要，以致我将其贴在墙上，因为他说得比我好。第一，如果你想努力选择好股票，你想拥有有意义的投资股票的想法。如果你的基金中投资该股票的权重为 10%，其价格现在涨了 2 倍，随后你将会得到有意义的效果。如果你持有该股票的权重为 1%或 0.5%，其价格现在涨了 2 倍，就没有那么有意义了。第二，如果你有好的投资想法，我想让其发挥有意义的效果。第三，一只基金管理风险的最重要的一个方面是知道你在投资的股票。实际上真的很难彻底地知道和理解 200 个投资想法。我不知道一个人如何能确实做到这一点。我认为知道你在投资的股票对控制风险是非常重要的。这些就是我集中投资的原因。

我认为随着时间的流逝，指数的风险变得越来越大，因为它们没有囊括表现最差的股票。它们没有囊括冷门股。这些股票的涨幅最大。我希望他们没有投资指数，因为如果他们没有投资指数，他们会说，“汤姆·史丹利去年的业绩是 12%。那是一个好的回报”。他们不会说，“指数上涨了 20%，汤姆的业绩上涨了 12%，因此他的表现低于市场”。

排除你自己只购买指数成分股的情况，你持有加拿大指数成分股中多少只股票？答案是，我不知道——220 只、230 只，大致在这个范围。我忘记了准确的数字。加拿大证券交易所有多少只股票在交易？也许在某个交易所有 4 000 只左右，加减几百只股票。只关注指数中的成分股，这就使你排除了加拿大的大多数股票和机会。

那些股票也是分析师集中跟踪的股票。

我想再次回到弹性上，使得投资的想法更加清楚。我们相信弹性投资的方法。我经常在小盘股上找到我最好的投资想法，因为它们没有被跟踪分析、被忽略了。然而，如果我觉得大盘股符合我们的投资标准，我会毫不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迟疑地买入。我同时持有铀和油砂板块的大盘股。

如果你发现了价值，你就会买入。

如果我发现了机会，我们的授权就是努力为人赚钱。我不想制定关于我们如何买卖股票的过多的严格的规则。我们没有找到经常需要更加严格和数量化的投资方法的机构投资者，因为他们想确切地知道我们将如何做，以及我们的局限。我们没有找到这样的企业。我们已经选择不只是努力为人们服务。很多机构投资者也只是普通人。我们感觉到对我们较好的方法是有弹性的投资方法。因此，我们在过去这些年投资了很多小盘股，但是我严格限制自己只投资小盘股吗？不可能。我们是能源基金吗？本质上不是。我们是在努力为人们赚钱。能源为我们带来了很好的业绩。如果我认为能源不再值得投资，我不会买入能源股票。20 世纪 90 年代有段时间，我们的基金根本没有持有任何能源股票。

我这里也许有一些事实是错误的，但是我认为你在自己的一封信中说你在 20 世纪 90 年代不能获得雇用来管理资金，因此你只是管理自己的资金。

我听到的最有趣的问题是，有很多年轻人打电话给我，说，“汤姆，你做得很好。我如何才能获得公司的雇用呢？我如何才能获得管理基金的机会？”我说，“你问错人了，因为我在获得雇用方面不是很成功”。我对这个问题没有答案。实际上，我管理的一些账户有非常好的回报。在 4 年的时间里有接近 4 位数的回报。我让这 4 个管理账户进行了审计。我想有好的业绩记录和组合基金经理的执照将会十拿九稳得到被雇用的机会。我猜我只是不适合这个模式。我不知道。我将自己的资金投入基金中，我的一些长期基金持有人说，“你知道什么？我们只是设立一只基金，我们将兼职运营该基金。如果它发展不错，那是伟大的”。

《环球杂志》(*Globe*)中有关我的一篇文章是非常正确的。其题目是“中年危机基金”(Midlife Crisis Fund)。我以前看过一部伟大的电影，讲述了在人们即将死亡的时候谈论他们自己的一生的故事。人们在其一生中最遗憾的不一定是他们的失败或错误，而是他们从来没有努力的机会。我想我快要 40 岁了，但是我还没有得到管理一只基金的机会——我经常梦想着管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只基金——如果我没有努力去获得管理基金的机会，我就会一直为此遗憾。我会说，“如果你能管理一只基金，将会发生什么？你能很好地为人们服务吗？”当我得不到雇用的机会时，我说，“你知道什么？你将管理一只小基金”。幸运的是，经纪公司的雇主允许我在为零售客户服务的同时管理一只基金。我们从来没有努力大量销售或出售基金单位。我们只是想，“让我们努力为投资者做得好一些。如果我们为投资者做得不错，结果会说话，人们会发现我们”。随着时间的流逝，基金的发展越来越需要我全职管理，因此我不再做零售经纪人了。

嘉纳科资本公司有一只基金由陈·巴克兰(Chan Buckland)管理，名为多重机遇基金(Multiple Opportunities Fund)。其长期的业绩非常好。

我在几家公司管理过基金，因此当我开始成立基金时，我实际上有我自己的小公司史丹利投资管理公司(Stanley Investment Management)。我通过前雇主德康(Deacon)建立了该公司。业务在前几天发展缓慢，我对成长型基金非常谨慎。这需要做很多的工作。我被邀请回到德康资本公司(Deacon Capital Corporation)，该公司最终被邓迪收购。在其被邓迪收购前，我跳槽到了汤姆森·科纳罕(Thomson Kernaghan)，其财务问题众人周知。我加入了约克顿(Yorkton)，随后约克顿因其自己的问题——受到了法律诉讼的打击——而倒闭。他们将其零售客户出售给第一联合资本公司(First Associates)，因此我又跳槽了。关键是，我经常管理着我自己的基金，我在几个不同的地方在几个不同的伞型基金下管理基金。我经常努力集中精力尽自己最大所能为投资者赚钱。事后看来，我非常高兴的是随着我年龄的增长，与10年前相比我现在也没有那么大的精力，我只管理一只基金。我们有加拿大安大略省证券委员会(OSC)签发给我们自己的投资委员会组合管理执照。这也是它成为一间小办公室的原因。我们不直接销售基金。我们有有限几个感到舒服的交易商。那也是我们努力在做的。我们尽可能保持低调。只有大约20个人、零售交易商和个人零售交易商在销售我们的基金，他们处于不同的公司。很多交易商追随我很长时间了。我认识他们有10年时间或更长，他们对我感到舒服，我也对他们感到舒服。努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力成为加拿大最大的基金从来不是我们的目标。我们的目标只是尽我们最大的可能做到最好。

你看到很多伟大的基金经理开始管理太多的资金，随后不得不多样化，持有200只股票。显然，你已经离机会越来越远了。这是正确的吗？

这又回到了我的一个观点。我不得不回到我的投资原则，因为那是我把其放在网上的原因，第12条，小的就是好的。我不得不同意你的看法。因为规模小，很容易战胜市场。我们根据交易日的不同，现在管理的资金在5 000万～6 700万美元之间。基金的规模在上下波动。我认为我管理25亿美元的资金还会像现在这样有效。

你的成长型基金的增长很大程度上是由于资产的增长，而不一定有新的资金进来？

如果你看一下图表，结果显然是这样。我们的起步非常低，正如我所说的，我们没有做任何实质的广告和积极地促销我们自己。我们不时地发几篇文章，但是你知道，我没有给你打电话，你打电话给我。正如我所说的，我的目标是简单的，在长期内尽我最大所能为单位持有人服务，并使我们的组织结构保持简单。正如你能看到的，我们这里没有非常高档的标价过高的办公室。我们的一些家具是二手的。我们不直接销售基金，因此没有大的交易商服务网络。我也不喜欢在市中心办公。市中心有很多噪音，这里要安静一些，有利于思考。这对我们有帮助。

当一只股票被分析师普遍跟踪时，你还能在其身上赚到钱吗？

我永不说不。我正在说的是通常当一只股票被普遍跟踪时，在其身上赚钱很容易。一旦一只股票得到广泛关注，它仍然能表现很好。我的很多经历表明我持有的很多最成功的股票在我买入时都没人跟踪或不为人所知。

当技术股一再上涨时，你曾经怀疑过你的投资纪律，并对自己说，“也许这样的估值对技术股是正确的？”

没有，只是让我有些困惑。我当然受到了很多批评，“为什么你不买入技术股？为什么你不买入技术股？”当一天结束的时候，你不得不看事实。我看了这些公司，它们从估值的角度来讲没有任何意义。我实际上写了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些语气非常强硬的信，如果你了解过我的历史，我引用过这些信的内容。那是我在 1999 年和 2000 年遇到的最普通的问题，“为什么你不买入技术股?”因为那是我们遇到的最普通的问题，我觉得有必要非常强势地把这个问题讲清楚。我讨论的是泡沫和博傻。请阅读“泡沫和博傻”(The Bubble and the Greater Fool)。对我们来说，那是跟踪市场很艰难的时刻，因为我们避免买入互联网和其他高科技计算机股票。我们在 2000 年 4 月 13 日的信中讨论了这个问题。我只是说，“泡沫不是一个非常强的描述这一现象的词语，我们不会为其埋单”。我甚至变得有一些生气，“我们不会买入估值过高的股票，理论上我们可以以更高的价格将其卖给另外的傻瓜”。我只是说，“不错，我们不能这样做”。我坚持说，“我不买入技术股。如果你想买入技术股，你就买另外的基金”。

那是与投资者打交道的一段困难的时期。很多投资者在 2000 年因为我不买技术股而离开了我，但是我的岗位职责是做我认为正确的事，不是简单地做普遍认可的事。我非常清楚地告诉我们的投资者，我认为技术股有泡沫，在其到顶时我以书面的形式写了出来。如果你想买入技术股，我们不做那样的基金。估值是疯狂的。那是普遍的癫狂。我想使得我的说法更加清楚。如果你想看，我也许能拿出一篇实际发表的文章给你，但是我能逐字地准确引用这些文章来论述这个问题。

因此我们谈论了你如何在 20 世纪 90 年代末没有投资技术股如何赚钱的问题。你从来没有打破的 5 条规则是什么？你有 18 条规则，是吗？

这些是原则——我会强调灵活性。我只买冷门股吗？不经常是。我不得不强调灵活性。因此那些是原则。你不得不灵活地使用这些原则，并积极地寻找投资的想法。我的很多最好的投资想法都是我发现的。它们没有找到我。我买入展示给我的投资想法，因此没有绝对的严格的规则。那些只是我遵守的一般规则。

我使用适应性来类比恐龙全部灭绝的事实。它们是最大的、最强的物种。蟑螂活下来了，因为它们适应了新的环境。我们现在仍然使用这一类比。“这只股票是恐龙”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不得不记住这一类比。这是一个好的类比。恐龙灭绝了，但是蟑螂活下来了。

那是对的。它们适应了寒冷的冬天或其他气候的变化？你最大的遗憾是什么？

我必须说我最大的遗憾吗？我不想将其描述为一个失误。我最大的遗憾是在 1981 年卖出北电网络，太早获利回吐。

约翰·邓普顿说当你是价值投资者时，你倾向于买入太早，卖出太早。这很有趣，因为很多基金经理努力克服这一点，但是我不知道你是如何克服这一点的。

我想说的是，我没有任何预测短期买入时机的水晶球。我的基金遇到的最大的打击之一是在 2001 年的夏天。基金在 2001 年夏天的表现糟糕，2001 年后的泡沫破灭使其净值下跌。下跌幅度超过了 1/3。这是让人痛苦的，但是对那些长期投资的人来说，这没有关系，因为如果你只是持有几个月后，我们又会回到新高。我能预测到 2001 年 9 月 11 日的恐怖袭击，以及市场对其的反应吗？当然不能。我们不能让我们自己成为短期市场择时者(market timer)。要做到这一点太难了。我们实际上面临的我们的成长型基金的换手率要高于你能预期到的水平的情形，因为在 2000 年、2001 年和 2002 年初，我们的公司持续面临收益信托赎回或将基金转为收益信托，这实际上意味着换手。如果你的公司以高溢价被收购，那是你所不能控制的。有时如果有一些恐慌性的卖出，我们会努力利用这一形势。如果市场每天都会给你非常好的机遇，你努力利用它。我的基本原则是成为长期投资者。我们努力教会我们的投资者也成为长期投资者。

你有时会看技术分析吗？

我看技术分析，我只是不知道它如何为我赚钱。

正如巴菲特所说的，世界上没有富裕的技术派。

这回到了努力做出理性决策方面。去拿每月都会印刷的图表书籍，找出 100 张图表。随后你将这些图表一分为二，因此你不看后半部分。你只会看到第一部分的成交量和价格走势。随后你努力预测第二部分。我希望看到一些技术分析师在预测第二部分的走势时能够取得伟大的成功。我不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用技术分析。

这句话说得很好，因为当你回过头来看技术图表的时候，你经常能用这样的话，即“噢，是这样的，瞧，这里?”来证实自己的看法。从事后来看，这是最终的后见之明。

让我们去掉图表的名字，将图表一分为二。这里是后半部分，这里是成交量和价格。接下来会发生什么？我只是说那是一个非常有趣的实验。我努力根据理性的企业决策而不是图表的看法做决策。我不知道它是如何对预测有帮助的。

每个人经常在寻找仙丹，但是你一而再再而三地说，巴菲特也说，没有任何仙丹。

你说得很好。我认为这会回到人类的天性。因此人们喜欢有仙丹，但是随后你再次看了看说，“谁是成功的投资者?”邓普顿、巴菲特和芒格、彼得·林奇。他们说，“这是我们所做的”。当然，我认为任何投资者尽可能多地阅读这些投资者的书将会有很大的帮助。有很多关于他们的书出版。只是在一张纸上标一些小的图也许是有趣的，但是我不确信这如何一定会使得人们变得富裕。遵守投资记录，坚持自己的投资选择，是常识。

普通投资者——他们想要听到现在可以买入的5只热门股，或现在可以买入的5只热门的共同基金。当你说，“耐心、纪律和坚持自己的投资选择”等，他们说，“哦，太无聊了。我想听到现在可以买入的5只热门的共同基金”。太糟糕了，但是这是人类的天性。

当我们业绩不错时，这让我有点担心。我们努力在我们给基金持有人的信中提醒人们不要期望太高。这是不变的，正如晚上过后就是白天，每个基金经理都有业绩糟糕的时期和业绩不俗的时期。只是期望要合理。我们努力非常谨慎地说，是的，在长期内我们能够为人们服务，但是在短期内，什么都能发生。我不能对未来做任何保证。我们只是努力用过去对我们来说有效的方法来买卖股票，希望其能够一直有效。

你听说了哈伯特的顶峰和石油顶峰论。从供求基础来看，你相信石油顶峰论，或者也许世界石油产量到顶或开始到顶，需求将持续增加?

世界上的石油储量是有限的，这是常识。我们没有无限的石油储量，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，当然会有某个时刻石油产量会到顶。我不能预测石油产量到顶的具体时间。

当一块油田被开发的时候，你将越来越多的石油从油田开采出来，常理来讲会下降。你只是在那个领域一点也帮不上忙，是吗？

在该领域有很多比我聪明的人，如从得克萨斯来的家伙。

亨利·格洛普(Henry Groppe)？

不是，我说的是《沙漠中的黎明》的作者。

迈特·西蒙斯。

迈特·西蒙斯在这个领域做了很多非常好的工作。我当然阅读过他的很多资料。我相信哈伯特关于轻质原油到顶的言论。然而，他们也许能够找到制作合成原油的方法。我买入石油股有很多原因，如果这是你想问的。其中之一是有限的石油产量，我不知道石油产量到顶的准确时间或是否其已经到顶。我相信由印度和中国引领的亚洲对石油的需要将会有很大的上涨。我指的是回到2000年的时刻，那时对我们有很大的好处。很多石油在有使用很多政治杠杆的地方生产。那里的罢工和恐怖主义，将会造成潜在的政治问题。当我买入石油股时，其估值相对于商品的价格看来非常合理。我最后一个相信石油的原因是从长期来看，我相信我们会遇到通货膨胀。正如货币的价值在下降一样，商品的价值，可以是铀、石油、黄金、铜和其他任何东西，将会上涨，只是因为货币的价值在下降。它们看起来价值在上涨，但这实际上更多的是对货币价值下降的反应。我已经给了你5个我喜欢石油的原因，这些是我在2000年使用的原因。正如你从经济学家的图表中看到的，石油在2000年不是一个受欢迎的投资种类。有很多我已经深入讨论过的负面的情绪。我只是想那是伟大的机会。

有趣，因为约翰·恩布里最近说黄金的价格将会涨到天价，“我不一定说黄金将会上涨很多，但是如果美元下跌，黄金以美元估值，那么黄金的价格就会上涨”。

我不能不同意这一说法。因此我买入能源股的第五个原因是货币在贬值。斯珀特和我浏览他的网站时发现了很多做得非常好的研究工作。还有一些非常好的研究工作是由很多聪明人做的，他们谈论美国的债务水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如约翰·邓普顿勋爵所说，整个历史中，政府几乎总是喜欢通过通货膨胀降低它们的债务负担。从长期来看，我认为通货膨胀将会是一个严重的问题。

邓普顿说过那样的话？

是的，他过去在一些时候说过，但是这次我相信他的话。我当然在努力确保我的投资者的回报高于通货膨胀。

我们已经谈论了铀和一些其他的工业产品公司，再给我们一些其他公司的例子。你在 2004 年看到的 UTS 能源(UTS Energy)最大的变化是什么？人们在 4 年前认为加拿大有与沙特阿拉伯一样多的石油储量的说法是疯了。

我再一次说这不是什么复杂的事。UTS 证明自己有可以回收的储量。我开始在 2004 年买入。当我在几年前开始买入时，我开始买入的价格在 0.70 美元附近。按照这个价格，根据其已经证实的储量，你在以每桶 0.08 美元的价格买入石油。我对石油的价格持看多的态度，因此我认为石油价格也许将上涨。我也认为那是一个非常便宜的买入石油的方法。这很简单。它有经过证实的石油储量，也许没有石油储量。我只是认为随着石油价格的上涨，市场将会意识到以每桶 0.08 美元买入石油的价值。我想在这里说我的另外一个观点，我认为这个观点非常非常重要。人们过于强调精确性了。我做决策不需要准确的数字。现在，它真的是每桶 0.08 美元吗？不是。它也许是每桶 0.06 美元，也许是每桶 0.09 美元，但不会是每桶 5 美元。只是看起来非常便宜，是的，我确实买入了很多的头寸，这对我们投资者的回报非常有帮助。我只是说，“这里是资产，这里有经过证实的储量，这些是经过证实的储量的价值”。

从大的背景来看，其实每桶 0.08 美元或 0.09 美元没有什么区别。

是的。大的背景是我认为石油的价格将会上涨。似乎对我来说，如果你能以每桶 0.08 美元买入石油，且看起来有一个非常好的管理团队在运营公司，那么该公司对我来说就是那些能够表现非常好的公司。

让我们谈谈解决方案业绩基金和解决方案成长型基金的区别。二者之间有管理的区别与投资的区别吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解决方案成长型基金是通过招募说明书成立的上市共同基金，受到上市共同基金规则和管制的约束。解决方案业绩基金是一只私募基金，只在非常严格的基础上发送备忘录。解决方案业绩基金的管理风格与解决方案成长型基金非常相似。换句话说，我们有独立的托管人，即皇家信托(Royal Trust)。我不在解决方案业绩基金中进行卖空，解决方案业绩基金也符合退休储蓄计划(RSP)的投资要求。我只是努力继续我从1993年以来的业务，以对投资者来说合适的成本结构，尽我所能来管理一只基金。

你是否曾经想利用机会进行卖空?

卖空是一个非常非常难的业务，也是压力非常大的业务。当你进行卖空时，理论上你将面临的亏损是无限的，它的操作也依赖于短期的时机。你能卖空某只股票，该股票在最终崩盘前的涨幅颇为可观。卖空不是我喜欢做的，我猜我喜欢在晚上安然入睡。我更喜欢进行长期投资，尽管其也有上下波动，但是风险是有限的，因为如果你买入某只股票，其价格只能跌到0。正如我所说的，我认为卖空更多的是年轻人的游戏，但是我喜欢回家后在晚上能够安然入睡，卖空的压力太大了，风险也太大了。当我年轻的时候，我也有卖空成功与失败的经历。卖空是非常艰难的业务，它需要短期的机会，这实际上是很难做到的。这是最艰难的游戏之一。让我从另外一个方面来说明这个问题。我再一次用沃伦·巴菲特来进行类比。他使自己成为亿万富翁，不是通过找到8英尺高的栅栏然后跳过去，而是通过找到1英尺高的栅栏跨过去。换句话说，成功的投资有很多方法，卖空是最艰难的方法之一，你需要非常聪明、技术非常好，而且有非常好的盘感。这是我不能舒服操作的方法。因此，我们将不会卖空，解决方案业绩基金不允许卖空。我不希望进行卖空。

不进行止损，当你卖空时，最大的收益是100%，你最大的亏损是无限的。卖空的风险—回报不是非常好。

我实际上不同意你的看法。你不能保证能够执行止损或停止买入。从技术上来说，是停止买入。例如，如果某只股票发生重大事件，交易所暂停交易将会如何?只是这不是我的游戏。我非常乐意让其他人进行卖空。你不必参与每一件业务。你不得不做的是找到适合你的业务。你不必试图进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行每一件业务。在过去,我们发现我们在没有直接投资亚洲的情况下,能够非常成功地给客户带来不菲的回报,我们不必进行卖空。解决方案成长型基金从来没有进行卖空,解决方案业绩基金也从来没有进行过卖空。我们不必进行卖空。努力赚钱有很多压力不大的方法。

解决方案业绩基金因为是 OM 产品(OM product),你可以使用杠杆。你曾经使用过杠杆吗?

我们给我们使用杠杆的条款,我从来不说不使用。我的倾向是为自己所拥有的付出代价。正如我所说的,当你开始过度使用杠杆时,你在过度依赖短期波动。我怀疑最近的市场调整中黄金或白银的一些投资者因过度使用杠杆而出局了,亏损了很多钱。他们也许是对的,他们对黄金和白银的长期走势预测是非常正确的,但是他们因过度使用杠杆而在短期的市场调整中出局被证明是错误的。我对使用很多杠杆感到不舒服,我不喜欢使用杠杆。我们在基金的一些条款中给予我们使用一些杠杆的权利,但是我们还没有使用杠杆。我不想发表预测声明,但是我只是说,杠杆不是我使用时感到舒服的工具。不用借钱,我们也获得了足够的波动带来的机遇。

买入 8 只股票?

是的,不用借钱。

你观察了石油和铀的供求 。你认为黄金或基础金属的供求形势如何?

从长期来看,我相信美元的价值将会大幅下跌。因此我一般对多数商品的价值看多。也许有一些特定的商品我不是专家。我认为重要的是,不要试图坚持自己是任何事物的专家。我对很多基础金属知之甚少,因此我不能说每个基础金属的供求形势,因为我不了解它们,我也没有很好地了解个别基础金属的供求函数。一般来说,我认为在长期内商品的价格将会上涨,因为货币的价值一般是在下降的。当然,其间也会进行调整。

分析师喜欢称之为"业绩因素"(performance attribution),但是在过去这些年里,哪项投资为你的业绩做出了贡献?显然,在过去几年是商品,但是在 20 世纪 90 年代的组合则是非常混杂的。

是的。我们在 20 世纪 90 年代是一家兼收并蓄的小盘股组合。我们从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年开始持有很多初级石油公司。我们在 2000 年买入很多初级石油公司,在 2004 年其持仓比例还很高。随后在 2004 年后我们开始把重点转向铀和油砂。这在最近的给投资者的信中已经说明了。正如我所说的,我们将很多我认为也许有帮助的内容放在了我们的网上。

你能用一种方法说明你自己的研究有多大程度上是定量研究,多大程度上是定性研究?管理层有多重要?

为了回答你的问题,所有的都很重要。定量分析、定性分析和管理层都很重要。这三个因素都重要。我不试图保持迟钝,但是在不同的形势下需要有灵活性。正如我所说的,很难将我分类。不同的形势下,定性分析比定量分析更重要。在另外的形势下,定量分析更重要。所有这三个因素对我产生每个投资想法来说都是非常重要的。

我也编造了蟑螂理论。我认为将其与恐龙对比是非常有趣的。

是的,这是非常好的一个说法。我不知道我是否想把自己比作蟑螂,但这是一个有趣的隐喻。非常好的一个隐喻。

你是否在管理基金中遇到无力找出符合你的标准的股票的情形?如果发生了这一情形,你只是说,"我们会持有现金一段时间?"

绝对如此。是的,如果我感觉有必要这么做,如果我认为 100%持有现金是合适的,我会毫不犹豫地持有现金。基金的委托中没有说我们不得不100%投资,或我们不得不看上去和市场一样。我只是努力使用我自己的判断,尽我所能做到最好,我不想对我的操作进行严格的限制。

在 2001 年和 2002 年这样普遍被认为是熊市的期间,你全额投资了吗?

我的持仓比例很高。当时有很多机会。对我们来说这是一个神奇的市场。我的投资比例非常高,也许是 97%。这是投资的一个非常好的时机。我记得 2001 年和 2002 年与你记得的原因有一些不同,因为这两年是非常好的年份,对我们来说非常好的年份。正如我所说的,这两年对市场的很大一部分来说是糟糕的年份,但是我们并没有进入表现糟糕的这一部分。没有一个人拿着枪指着我的头说,我不得不在 2001 年投资技术股。

随着时间的流逝,你变得更加自信。例如你想在 1994 年投资石油,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当你开始投资时，人们说你疯了，这与普通人的思维相反。你当时和现在一样自信吗？

我不知道我是否会使用更加自信这个词。自信几乎是狂妄的同义词。当你年龄逐渐增大时，你会从更多的经验中获益。当然，从 1980 年开始我就在为投资者投资，拥有很多投资经验。这次我们看到市场在大涨时人们的狂热，以及大跌时人们的极度害怕。在 1987 年崩盘后的那天，我记得其与昨天的清晰相似。我记得第一次伊拉克战争爆发时的恐慌。我记得 9·11后的恐慌。你会想起人们非常狂热的时期。你也会想起人们非常沮丧的时期。你学会让自己保持头脑冷静，保持理性。

这会创造机会，是吗？

是的，这会创造机会。

组合集中投资后，你如何能够相对保持一致性？你说，“瞧，我们在这 3 年中亏损了”，但是当你的组合集中投资程度非常高时，12 年中有 3 年亏损是非常了不起的，真的。

公允地说，我们也有业绩下降的时候。解决方案成长型基金有 2 次下跌幅度为 1/3。有几次基金下跌了 20%。现在，其业绩不是以一整年的形式反映，而是以日历年度的数字反映。解决方案成长型基金和解决方案业绩基金这两只基金以每日来衡量，波动程度非常大。每一周，我们都处于股票型基金前 10 名，排名有上下变动。

不能将投资等同于赌博，但是二者的一些共同的因素促使我们取得成功。在你买入的所有股票中，你是否有几只盈利最多的股票对提高你的业绩起了很大的作用？

不能这样说。让我们这样表述，我不打扑克，因此我不能评论你关于扑克的类比。就基金的业绩而言，相对少数的几只股票让我们赚了很多钱。我没有几千个投资想法。我没有。盈利多的股票相对来说要少。

如果你在买入某只股票上犯了错，你会多次低于平均价格买进吗？或者说你会尽快止损逃跑吗？

你说的“错误”是什么意思？我不明白。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你认为管理层是好的，你认为该公司的招股说明书是好的。股票价格下跌了，公司的基本面发生了变化。也许管理层变了，诸如此类。你会将其认为是买入更多股票的机会，并说，“我在以更便宜的价格买入?”或者你会说，你知道，“事情有一些变化……”

你指的“变化”是什么意思？是变好还是变坏？我不明白你的问题。

基本面变坏。你会说，“这是短期的问题。我将会使我的成本下降”，或者你说，“让我们卖出吧?”

好的。你的问题还是不明确的，因此让我努力以我想的你的问题进行回答。如果事实表明公司的基本面恶化了，你会卖出吗？当然。如果价格上涨，你会说，“如果我买入了一家好公司，事实保持不变，但是股票价格下跌了，你会买入更多吗?”是的。如果股票价格的下跌只是因为其价格在下跌，这也许会创造买入机会。如果其价格下跌是基本面恶化的结果，我也许会卖出，承担损失。这取决于理性的事实。让我给你一个例子。当我有一些关于我持有的铀股票的非常良好的消息时，其价格下跌了，我将其作为买入更多股票的机会。几年前的另外一个形势下，我持有的一只股票价格运动非常好，当时基本面没有对此进行反映。换句话说，基本面没有达到我期望的目标，但是价格上涨了很多。我卖出了。你不得不分辨发生的事——与公司估值相关的实质性变化，以及价格的变化。因此，如果市场由于人们非常乐观、悲观或他们今天阅读了《环球》杂志上的一篇文章而变得紧张或兴奋，导致股票的估值非常低，这是一种事实。如果我听到了关于一家公司的一些实质性利空消息，且股票价格下跌了，我要承担亏损吗？答案是：当然。我想告诉你一些事。重要的是承担亏损，因为谦虚的一部分含义就是，你不会一直正确。因此，如果你犯错了，你原先的假设错了，承担亏损，继续买其他的股票。这回答了你的问题了吗？

回答了我的问题，“实质性”是关键。如果公司有一个季度业绩糟糕，股票价格在下跌，你看了后说，“糟糕的季度不是一个实质性事件，它不会改变公司的未来”。显然，你会将其作为买入的机会。

努力保持有效理性。做你的家庭作业。如果你买入一只股票，公司的运行不符合你原先的假设，你在亏损，前景看来不好，卖出，然后继续买入其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的股票。我在过去这些年承担了很多亏损——很多重要的亏损。如果你买入了一只股票，其涨幅可观，但是前景仍看好，你继续持有。其暗含的意思是，我不只根据价格线索做决策，而很多人只根据价格线索做决策。这会回到技术派上。我只是说，"公司发生了哪些实质性的变化？我的全部基本假设都错了？"例如，当铀股票回调时，是否意味着铀的故事已经讲完了？如果铀的价格将直线上涨，铀的故事就不会讲完。

我曾经听一些人说，"我什么时候决定卖出？"他们问自己，"按照今天的基本面和今天的价格，我买入这只股票吗？"如果我会根据其买入，我会继续持有。如果我今天不买入，随后我会卖出。

这是你问我的问题之一，这也正好是答案。我认可这样的言论。你只是不停地对股票进行重新估值。

作为零售经纪人，我学到的一个最重要的教训是，你有时不得不承担亏损。我在我职业生涯的早期就学到了这一点。如果你错了，你现在有新的信息证明你错了，你要承担亏损，并继续观察和交易股票。我暗示你，这样做对零售经纪人来说是比较难的，因为你不得不与客户打交道。我认为当你与客户打交道时存在一个偏见。零售客户喜欢获利，厌恶承担亏损。作为零售经纪人要客户承担亏损是很难的，这也是我努力做的。在基金中承担亏损要容易得多，因为不是每一个人都亲自看你做的每一笔交易。作为零售经纪人这是我不得不学习的一条纪律，当你在管理基金时承担亏损要容易得多。

普通人想持有亏损的股票，卖出盈利的股票。

这是普通人犯的最常见的错误之一。

因此最终你的组合全是亏损的股票。你对此毫无能力。组合中全是亏损的股票，没有盈利的股票。

过去几年我接管了一些客户的组合，里面全是交投不活跃的股票。我说，"这些股票是从哪里来的？"他们只是永远持有价格正在下跌的股票。

这又回到了你为其支付的价格，是吗？如果你的买入价格是 10 美元，现在其价格跌到了 9.9 美元，我们在等待其回到 10 美元。

因此这回到了我们对大脑的全部原始理论。大脑与做出好的决策没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直接关联。

哪些事件会让你重新检验自己的观点？

任何事和每一件事(anything and everything)。任何事和每一件事都会发生，可能会发生1 000件事。我在持续地检验和重新检验我的观点。

当你进入这一行前，你还是个小孩时就对投资感兴趣吗？

不感兴趣。

在进入投资公司前，你有其他工作吗？

我有很多工作，但是与投资没有任何关系。我会说当我还是孩子的时候，我花了很多时间玩游戏，如下棋、打牌、玩地产大亨(Monopoly)[1]。我认为这些对我的投资生涯有帮助。

你还记得为自己买的第一只股票吗？

是的，我记得。我为自己买的第一只股票是米特尔(Mitel)。我小赚了一笔后将其卖出了。在我卖出后，其不停地在上涨。我卖出得太早了。我买入100股米特尔，我认为在我卖出后其价格涨了接近50倍。因此我卖出得太早了。

你打算什么时候退休？

希望不会太久。我喜欢投资，我非常喜欢投资的乐趣。如果我的身体健康状况保持良好，管制环境允许我继续管理基金，我希望再继续工作至少20年以上。

如果你热爱它，那就不是一份工作。

我非常享受投资的乐趣。投资生涯是很精彩的，我庆幸有一些非常好的基金持有人，他们中很多已经投资我的基金很长时间了。我与他们中的很多人建立了深厚的友谊。正如我所说的，我这一生的目标不是管理世界上最大的基金，有很多大的基金家族，努力为所有人提供一切服务。我只是努力管理一只好的基金，让我们的基金持有人快乐，为他们服务好。

谢谢你，汤姆。

---

〔1〕国内又称大富翁、强手棋，1935年面市以来，全球大约有7.5亿玩家被这款游戏所吸引。代代相传的经典地位使之成为全世界最流行的游戏。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解决方法:汤姆·史丹利的投资哲学

成为长期投资者

不要过分强调短期波动。预测长期趋势要容易得多。

有灵活的投资方法

变化是唯一确定的,随着市场的变化,投资者也应该改变自己的投资方法。

积极地寻找投资想法

我发现了很多我最好的投资想法,它们没有发现我。

保持怀疑态度

直接检查事实。努力理解提供事实的资源的偏见和潜在的利益冲突。

我吃自己的饭

我唯一的股票市场投资是解决方案业绩基金。这让我的利益与其余的基金持有人一致。

我买入我最好的投资想法

我愿意买入我最好的唯一的想法。

过滤噪音

最大的挑战之一是过滤噪音,只使用相关的信息。

保持节约

合适的成本有利于取得合适的费用。合适的费用有利于业绩的提高。

因与众不同而胜出

要想有机会战胜市场,投资要与市场不同。

知道自己的不足

知道自己不知道的,以及自己知道的,对我来说很重要。

保持谦虚

保持谦虚或市场让你谦虚。

PDG

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小的就是好的

规模小，战胜市场要容易得多。

运用宗教规则

衡量一个人成功的重要指标是，他从自己的追随者中获益有多大。

投资不是团体运动

最好的决策几乎很少是由委员会做出的。

好的扑克牌选手不会亮出自己的底牌

保密是小盘股投资成功的重要因素。

过分强调准确性

我做决策不需要准确的数字。

成为反向投资者

实践中成为反向投资者要比理论上难得多。

努力保持有效理性

做家庭作业，了解事实，根据事实做出决策。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赫伯与兰德尔·艾布拉姆森

——拥有安全边际的走钢丝行动



"如果你能找到一些人是好的价值型基金经理，也擅长利用这些价值型股票细节引发的投资时机，那么你会做得更好。我认为这在某种程度上是在说我们。"

我在去多伦多的旅途中确定了与兰德尔·艾布拉姆森(Randall Abramson)的第一次拜访。我证实了时间，但是没有证实地点。依靠高空秋千资产管理公司(Trapeze Asset Management)给我的老地址，我准时到了，发现一个显然已经废弃的空置的建筑，还有一两扇玻璃被打破了。我想，"哇，我看到过一些简单的办公室，甚至一些办公室有一些破烂，但是这个太夸张了。"给我的助理打电话后，我得知高空秋千最近刚搬走，这让我松了一口气，当我最终到达他们的办公室时，我感到惊奇。

公司与多数公司的管理不同，不拥有他们管理的特定产品。相反，他们有私人客户，这些客户有一系列的组合经理在按照卓纪思的模型管理账户。组合经理管理个人客户关系，得出模型组合的投资想法。这是一个运行着的系统，从 1998 年 10 月以来纯多头成分(Long-Only Composite)组合的年回报率是 23%——多数其他人梦想的数字。正如你想到的，一般来说，1998 年对小盘股是恐怖的一年。小盘股在俄罗斯债务危机以及随后的债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务市场寒冬引发的市场大幅调整中下跌幅度超过了市场的下跌幅度，但是它们没有像市场的其他板块一样反转。不用说，在 1998 年中组建基金是一个冒险的主张。

公司为什么会命名为高空秋千资产管理公司呢？很简单：他们的投资过程与高空秋千非常像。首先，高空秋千演员从上往下看世界，有大局观。其次，市场上的投资有时像走钢丝。再次，公司的价值纪律倾向于给予必要的安全边际以避免因意外发生或突然一阵强风吹来时出现灾难。我采访了高空秋千的联合创办人和 CEO 兰德尔·艾布拉姆森。兰德尔解释说公司使用由维恩·阿特里尔(Verne Atrill)博士开发的私人模型，维恩·阿特里尔博士的工作由罗斯·希利(Ross Healy)继续进行。我见过罗斯·希利很多次。基本上，该模型在寻找几个确定是股票定价决定因素的变量。结构估值分析(Structural Valuation Analysis, SVA)最重要的复杂因素是，找到有所谓的有效资产负债表的公司。我称之为资产负债表分析的"金发姑娘"(Goldilocks)[1]法。记得金发姑娘试了三碗属于熊的粥，发现一碗太热，一碗太冷，一碗"正好"？结构估值分析确定被低估的资产负债表，过度使用杠杆的资产负债表和"正好"的资产负债表，即有效地使用最有效的杠杆或负债。因此我猜如果你认为金发姑娘在高空秋千中突然施展魅力，你就会理解高空秋千资产管理公司的投资过程。

如果你想阅读我认为业界信息含量最高和最有趣的季度通讯，请登陆 www.trapezeasset.com。无论他们是在谈个股还是从上而下的选股，你会一直笑个不停，随后你看到了结尾说，"哇，这里充满了有价值的市场信息"。谁说基金经理一定要无趣呢？

---

[1] "金发姑娘"来自英国作家罗伯特·骚塞(Robert Southey)的童话故事《三只小熊》，说有一个金发女郎跑进森林里三只熊的家，把熊爸爸、熊妈妈、熊宝宝的东西都尝试一遍，喝掉他们的粥，坐坏他们的椅子，最后在小熊床上睡着了。三只熊散步回来，发现家里乱七八糟，床上还睡着个陌生人。熊爸爸一声大吼，小姑娘落荒而逃。因为金发姑娘喜欢不冷不热的粥，坐不软不硬的椅子。人们后来就用"金发姑娘"形容上世纪 90 年代中后期的美国经济——不冷不热的状况，但当三只熊回来，一切就结束了。而在当今的经济形势下，关于"金发姑娘经济"这一术语，则是华尔街借用这一故事来描述美国经济既不太热(neither too hot)、又不过冷(nor too cold)、刚刚好的经济环境。也就是说，"金发姑娘"经济指的是高增长和低通胀同时并存的经济体，而且利率可以保持在较低水平。现在，很多主流经济学家都认为美国当时的"金发姑娘"经济实际上是虚假的。太长时间保持过低利率，只会加剧惨痛的泡沫经济和泡沫经济的破裂。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲍勃：你最初是如何进入这一行的，赫伯(Herb)最初是如何进入这一行的？你经常对股票市场感兴趣吗？

兰德尔：他是古德曼和卡尔(Goodman and Carr)的公司法律师(corporate lawyer)。他们在进入康纳·克拉克(Connor Clark)公司前，他就是康纳·克拉克的法律顾问。他们在碧湾(Bayshore)或类似的地方营业，他作为公司法律师从业大约13年。随后他在康纳·克拉克公司进入投资业，从业时间几乎到了17年，随后我们组建了自己的公司。

我在投资银行业工作，成为霍奇森—罗伯顿—莱茵公司的一名组合经理，有趣的是，欧文·迈克尔也在那里，尽管他从事的是固定收益工作。我一开始从事的是股票业务，在那里度过了5年时间，随后加人了我父亲的公司，我们从那时开始一直合作，到现在已经有10年了。

什么是策略顾问(Strategic Advisors)？

我们开始时是艾布拉姆森合伙公司(Abramson Partners Inc.)，随后是策略顾问，再后来公司成为高空秋千资产管理公司。

为什么公司名变成了高空秋千？

原先取名策略顾问是因为我们想促进我们自己与罗斯·希利的关系。我们从罗斯那里取得了时机投资方法的许可。策略这个名称属于通用词，我们在某种程度上与世界上所有的其他策略混淆了。我们想要一个真的能脱颖而出的名字，尤其是在美国。

美国也有人用结构估值分析，是吗？斯蒂文·科恩(Steven Cohen)？

斯蒂文·科恩的公司，是的。

他将利润的3.50%作为绩效费。

是的，无论他拿的是3.50%还是35%，我都相信。这是个疯狂的家伙。

你自己呢？你也在法律行业从业？你的父亲也在从事法律行业？

他在法律行业从业。我不是。

你的大学毕业成绩如何？

我正好到了B。我从U进入了B，并获得了注册金融分析师(CFA)资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格。这都是我想要的。

我会给你逐步介绍我的情况。你知道我一开始就想在投资行业工作，我是在高中就参加了金融俱乐部的人之一，并与我的父亲一起看《华尔街周报》(*Wall Street Week*)，从我还是个小孩子时就看这张报纸了。因此我经常知道我想在投资行业工作。我不知道我想在投资行业做什么，但是我经常知道。当我还是个孩子时，这就是我的业余爱好。因此我知道我想上商学院，当我毕业时，我知道我想进入投资行业。当我还是小孩时，我在彼得·林奇收发邮件的部门度过了夏天，我喜欢那里。我会坐在那里读研究报告。

在收发邮件的部门？

是的，在乘地铁回家的路上。

当你年轻时，当你还是个孩子的时候，你投资过股票吗？

是的。我买过一些股票。我不记得……

你记得自己买入的第一只股票吗？

不记得了，但是当我加入霍奇森—罗伯顿—莱茵公司时，他们有一个这些公司的投资组合。他们持有黄金信托、崔萨克(Trizec)和崔龙(Trilon)。我来到后说，“这些股票也许有很好的价值，但是我不了解它们，我不了解它们的价值”。我们不得不引入另外一个专家汤姆·加纳(Tom Jarnay)——来自第一马拉松(First Marathon)的知名投资者——以及另外一个知名的投资者。我们能够说服他们将上述公司的股票从组合中去掉，这是一件好事，因为这些公司都将破产。戴乐斯(Dylex)是他们持有的另外一个知名的公司。

你在 1998 年 9 月开始组建公司。在那个时候，我认为你有多个不同的授权。你只做多头，你在当时有多头/空头的授权吗？

直到 1999 年多头/空头组合也没有真正开始。

因此从 1998 年开始就是纯多头记录？

两方面的记录都有，但是我们实际上直到那时在多头/空头账户中也没有空头头寸。我们有多头/空头账户，因为即使回到在康纳·克拉克的日子，赫伯也偶尔做空。他在这个过程中做空过多个不同公司的股票。但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做空在某种程度上不是常规的操作，让我们一直做空，将其比例限制在某两个百分比之间。

当时，没有太多的多头/空头股票型基金。

当然不只是在加拿大。甚至在加拿大，我们的做法也有一些不同，因为我们管理着独立的管理账户。我认为据我所知加拿大没有其他任何人在管理独立的多头/空头账户。是的，没有独立的多头/空头账户。

有一只基金名叫 BPI 全球机遇基金（BPI Global Opportunities Fund）。它离开纽约，随后到了佛罗里达的奥兰多。当时，在 1996 年，我说，“管理资金有一个很好的方法”。我的意思是，如果一些人足够娴熟地明确如何操作，多头/空头股票型基金能够胜出。

是的，做空要难得多。我只是阅读了我自己订阅的一份价值管理杂志上的一篇文章，文章说，有人在 8 美元的价位卖空了一只股票。他在其一路上涨到 100 美元过程中一直做空。他最终以 30 美元的价位平仓。因此他仍然亏损了很多钱。最终，该股票的价格跌到了 2 美元。因此他最终是对的，但是他在这个过程中损失了太多的钱。他的观点是，他们在商学院不会教你如何承受卖空的痛苦。你的时机必须是不同的。这里的一名交易员的格言是“做空是租赁，而不是持有”。当我们做多时，经常有 3 年的期限。当我们做空时，在 3 个星期赚到钱我就很高兴了。

是的，做空的亏损是无限的，你的收益是有限的。

这也是巴菲特说，“不要做空，因为对方已经事先准备或安排以欺骗方式做牌”。事实上，他最近说的一些话真的很正确。这是很完美的。他说，“如果你选择做空的股票很有才华，你是在浪费自己的时间。你应该做多头”。这句话说得很好，因为做多头你可以赚到自己资金几倍的钱，而不是（像做空头那样）每次赚 100%。

有趣。

使用数学。如果你对自己做的事很擅长，使用数学和概率就适合你。我已经说过了，这个游戏的目的是确保无论行情好坏，复合收益能够延续。

是的。要止损。如果你有 50% 的亏损，从组合角度来说，你不得不赚 100% 才能回到起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确。

在公司你拥有一个由职业人士组成的大的团队。你在其他地方是得不到他们中很多人(如坐在计算机前的一个家伙)的支持的。这个团队是如何组建的?

我们组建职业团队的方法在某种程度上与康纳·克拉克类似。这基本上是一个 RE/MAX 模型。他们有两三个模型,随后每个 PM 将被放到模型中。他们按照一定的百分比使用模型,他们有一定程度的灵活性。随后他们有了自己的客户。RPMs 在某种程度上是一样的,除非它们都超越了我们的模型。因此我们本质上有一个模型,所有的 PM 将被放到模型中。资金是集中管理的,PM 的行动是两方面的:客户服务产生更多的业务,以及服务已有的客户的资产混合管理。与此同时,他们定期地给我们提供组合投资的想法以确保他们对我们忠诚。

对的。因此你有人为客户服务,这些人也为你提供一些研究结果?

绝对如此。

现在让我们再次回到策略上来。不能将你进行归类,因为你不能将策略归类,但是我想,你认为自己更多的是一名价值导向的投资者。

我不介意被归类为价值投资者。但是我确实来自巴菲特的学校,在那里他说,“除了价值股和成长股外,别无他物。如果它不是成长股,它就是价值股?”是的。

我确实来自该学校,“我们不喜欢这个香烟屁股(cigar-butt)价值投资法”,这意味着你从来不会发现我们捡起一小块香烟屁股来吸最后一口,以赚取 25%的收益。我们典型的买入方法是,发现一些股票的价值是公允市值的一定折扣,但是这个公允市值将会在未来两三年内变得更高。因此即便市场中大部分人没有意识到公允市值与今天的市场价格相分离,我们至少也有望能获得成长的收益。当我们获得的折扣变小时,最终我们会面临祸不单行的局面。

对的。公允市场价值的另外一个属性是否是真实价值(intrinsic value)?

是的,这两个词可以互换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是需要技巧的，因为你如何确定真实价值？沃伦·巴菲特说得很简单。只要买入低于真实价值的股票并持有，你就可以赚500亿美元。

但是什么是真实价值？

那是他的专长。他确定公司的真实价值，其他人则不能，因为真实价值不是账面价值。它与未来有关，因此我猜这是我们要多进行讨论的地方。如果你用一句话来表述，你如何定义价值投资？

但是可以有很多种表述。一句话是，“买入低于真实价值的股票”。就是这样。折扣越大，安全边际越高。

你在寻找低于真实价值的一个百分比（如30%）的股票吗？

经常是至少要低于真实价值30%，但是这取决于公司的增长速度有多快。换句话说，如果是美国的大盘股，如医疗护理公司或类似的公司，这是一个非常稳定的公司，你不用为获得30%的折扣而担心。首先，你不会以高于30%的折扣买入，除非像联合碳化物公司（Union Carbide）这样发生了博帕尔事件（Bhopal Incident）[1]的公司，这是绝无仅有的情形。通常，这类公司你能够得到的折扣在25%～30%之间。但是如果其增长率为25%，你已经在一年内获得25%，折扣的降低将使你在未来两三年里获得30%。每年的收益已经不再吸引你，你已经获得了不错的回报。这也取决于市值。因此，如果我们在买入小盘股，你不想买入价格只有收益的10倍或11倍。你想该公司的买入价格是收益的7倍或更低，因为如果你错了，你就会遇到麻烦。

你在寻找最优的资产负债表。但是很多人在寻找非常强大的资产负债表这样的东西。我注意到你是这样说的，“强大是重要的，但是最优更重要，以确保他们在合适地使用他们的现金”。你能更深入地说明一下吗？因为这是一个伟大的观点。

结构估值分析法是以资产负债表为基础的。结构估值分析法最初是

---

〔1〕 博帕尔事件发生于1984年12月3日凌晨，印度中央邦的博帕尔市（Bhopal）美国联合碳化物（Union Carbide）属下的联合碳化物（印度）有限公司（UCIL），设于博帕尔贫民区附近一所农药厂发生氰化物泄漏事件。当时有2 000多名博帕尔贫民区居民立即丧命，后来更有2万人死于这场灾难，20多万博帕尔居民因此永久残废。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由维恩·阿特里尔博士开发的，随后罗斯·希利成为其伙伴。由于维恩去世已经很多年了，罗斯接管了这一工作。该研究得出的一个概念就是你不得不拥有有效的资产负债表。按照实际曲线(actual curve)，有效的资产负债表意味着你不得不最优地使用杠杆。我们都知道破产公司破产的原因之一是使用了太多的杠杆。我们中没有一个人想到这样的事实，即你能拥有超强的偿还能力的资产负债表，一些喜欢微软公司这样类似的公司的人亏损了300亿美元。去年在加拿大，我们持有的摩尔公司也有很多现金。

思科和英特尔——它们都是一样的。

你能处于最优点，但是如果突然间你持有的公司使用的杠杆增加，你将面临收益递减规律的作用。如果你持有拥有超强的偿还能力的资产负债表的公司，你也会面临收益递减，只是程度不同而已。因此你想要持有的公司是确保你处于最有效的点。如果你持有的公司在去杠杆化(de-levering)，如通用汽车(GM)出售通用汽车金融服务公司(GMAC)或你持有的其他公司，你将获得很高的回报率。如果你持有微软，且其在分配特别股息，则该公司不是一家去杠杆化的公司。但是突然间，你的净资产收益率回归正常。如果你手持所有这些现金，尤其是在今天以及年老的时候，你自己的现金回报率只有3%，最好将现金交给其他人打理。股票拥有高额的、稳定的、可重复的回报率。

好的。随后我们逐步更多地使用结果分析估值，因为显然这是你自己私有的，你能够告诉我的，它做得很好。你不能告诉我的，它也做得很好。

是的。

本杰明·格雷厄姆有他的风格。沃伦·巴菲特的风格部分像本杰明·格雷厄姆，部分像多德(Dodd)。随后有的人的风格像鲍勃·克林比尔(Bob Krembil)，鲍勃·克林比尔以合理的价格买入成长股，这有点像价值投资。我想知道的是，上述这些人中，你认为自己像其中的哪个？当你买股票时，你需要促进因素吗？

不，我们根本不是依靠促进因素投资的人。当我们看到人们说，“哦，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们不会碰这只股票，因为它是死钱(dead money)[1]”，我们会窃喜。在未来6个月里，无论是谁，他怎么知道某只股票将是死钱呢？我们经常谈论别急着弃牌和出牌。你知道什么是弃牌。你对出牌没有任何想法。无论是谁，他怎么知道有还是没有促进因素呢？有时候是可以预见的，是的，如果将有促进因素，会更好。但是如果你在以足够多的安全边际、足够便宜的价格买入某只股票，促进因素经常只是公允市场价值和你支付的市场价格之间的断点(disconnect)。因此这成为促进因素。这通常是我们的促进因素，如果企业在发展，业绩将表现很好，那么就是好的。

市场怎么像是玩高空秋千？

是的，让我用另外一种方法来回答你。我们选择高空秋千这个名字，是因为市场有时就像走钢丝。首先，我们的基准线是“较高的视野”(Higher Perspectives)。我们做了很多宏观分析，这些分析强调某些板块且确保我们在卖空与否时能够获得不错的业绩。多数价值投资者会告诉你，“我不知道市场的走势”。我们相信通过宏观分析，以及同样重要的使用结构估值分析法，我们在很大程度上能够告诉你市场的买卖时机。

对的。

这很重要。因此你知道这就是高空秋千。你在从上往下俯瞰这个星球。另外一部分是我们处理风险的方法，这是关于我们如何处理那些风险的。与很多投资者不同，我们不相信高风险高回报。在商学院老师教给你的是，当你毕业后你不得不学习的是风险和回报经常是正相关的。我们相信风险和回报经常是负相关的。因此，我会怎么做呢？我的意思是股票的价格已经下跌了，在熊市时其价格已经在下跌了，但是真实价值也许没有下跌。或者下跌了一些，但是股票市场的价格下跌幅度很大。理论与现实存在差异，我们利用这一差异。如果差异程度真的很大，随后我们看到这只是短期现象而不是长期现象，这对我们来说就是很好的机会，我们努力利用这一机会。

你的结构估值分析过程包括一些宏观分析，或者说二者是独立的？

---

[1] 玩家放入了累积奖金的钱。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是独立的，它也包括宏观分析。

你能简单地说说结构估值分析是如何操作的吗？

简单地说，结构估值分析法是时机确定方法，将按照价格与调整后的净值对股票进行分类。根据该方法中暗含的数学常量，我们基本上将按照价格与账面价值的比例对股票进行分类。我们最终会确定一些下限和上限，这些上下限对所有公司都是一样的。因此当我们看到一只股票跌到了下限后反弹，这是好事。这是买入的信号。当我们看到一只股票涨到上限后掉头向下，这是卖出的信号。有时，某只股票跌到了下限，跌穿该下限后向下一个下限运动，这也是卖出的信号。相反，突破一个上限后继续向新的上限运动，也是买入的信号。与此同时，如果我们能够对个股进行这样的操作，那么我们可以对所有的股票，如道—琼斯 30 指数(Dow 30)或 TSX 60 指数进行类似的操作。我们能将所有的资产负债表加总，仿佛道—琼斯 30 指数或 TSX 60 指数是一家公司，那么我们就可以形成对整个市场的看法。

如果我们认为市场将下跌，我们能增加空头头寸，筹集现金，也许会买入黄金或更多的防御性股票。与此同时，如果市场已经到底，我们能够买入更多的市场类股票，减持我所谓的非市场股票，小盘股也许将上涨，等等。

你经常在组合中持有多头和空头头寸？

我们经常持有多头头寸，因为在几千只股票中经常有我们喜欢的，我们认为其价格便宜或被低估了。我们实际上会因同样的原因卖空，尽管我们知道市场什么时候将上涨，水涨船高，因此我们在市场上涨时会持有很少的空头头寸。

对的，你做过一些配对交易吗？你会做多皇家银行(Royal Bank)、做空帝国商业银行或类似的股票吗？

一般不会，因为我们本质上不是喜欢这样操作的对冲基金。那也许是处置你的资金最安全的方式。你一般会回到起点，因为皇家银行上涨而帝国商业银行下跌的情形非常少见。你也许持有的皇家银行在上涨，帝国商业银行上涨幅度小一些，反之亦然。我喜欢这样操作：如果我认为银行将上涨，我会做多银行；如果我认为石油将下跌，我会做空石油。

对的。因此你做空是为了赚钱而不只是控制风险？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是二者的结合，但是不只是为了控制风险。否则，这样做有什么意义呢？你也可以只做多头，为了控制风险可以降低多头头寸而不必卖空以及因为卖空而亏损。我们的多头/空头组合的业绩超过了我们的纯多头组合。

准确地说，这意味着你……

这意味着我们增加了价值。我们也在做空方面犯了一些错误，这些错误也让我们付出了代价，我们现在还在努力修正这些错误。

海湾街上的很多基金经理都使用自己私用的模型。为什么你认为你的模型要比他们的好一些呢？

让我们先不说方法论。我想用这样的方法回答你的问题。市场每年经常给你带来 8%或 9%的回报。如果你有一位好的价值投资经理，你将会获得稍微超过市场的回报，比如 1%或 2%，现在你每年的回报是 10%或 11%。如果你找到一些既是好的价值投资经理，同时也在把握买卖价值股票时机方面做得不错的人，那么你将战胜市场。我认为这在某种程度上说的就是我们。

当然。

我们做的最多的不一定是受到研究报告的推动。研究报告是模型运行的最终结果。让我们确定买卖的时机。这里有一种想法，这也是为什么我们认为其便宜的原因。这也是我们真的认为其有价值的原因。这里有 50%的差异，因为我们在以 0.50 美元的价格买入。我们认为其以美元衡量的价值将在 3 年内达到 1.50 美元或 2 美元。这是一个不错的潜在回报，因此我们投资买入。现在如果我们以今天的 0.50 美元买入，盈亏平衡点在哪里？是 0.42 美元？是卖出？还是买入？哦，是卖出。让我们等待其下跌几美分到我们的下限。现在去买入吧。

对的。该系统看一些正常的技术因素吗？

不，但它是图表。罗斯·希利——我们从他那里获得了许可——称之为真的技术分析。我们不会拿出铅笔和尺子，划出有关的点、200 天的移动平均线或任何不错的指标来确认买卖时机。我们确实看相对强弱和不时地看一些技术指标，但是它们最终很有可能是噪音。我努力运用上述技术指标来分析我们的个股，因为利用结构估值分析挑选个股的结果是根据计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机提供的买入和卖出信号从10只股票中挑选7只股票。考虑到板块、股票和市场的情况，其结果是从10只股票中挑选出8只或9只股票。因此我喜欢利用其他的技术指标来分析从10只股票中挑选出的7只股票。我使用所有这些技术工具对其进行了分析，但是我从来没有真的发现有价值的指标。

一旦结构估值分析结果认为该股票可以买入，你会看公司的管理层吗？

是的，这很重要。我们在成为股票所有者前是企业所有者。

因此要进行定性和定量分析？

绝对如此。股票市场上就是这样，在股票市场上每天都有交易。在我们的拍卖市场上，我们能在今天买入某只股票，我们能在明天改变自己的想法。这是投资上市公司的好处。

定性和定量分析的比例大约各占50%？

很难说，因为要想买入便宜一些的股票，定量分析变得更加重要。这是能够用到的最好的方法。定性分析变得不那么重要，因为正如巴菲特在几年前所说的，当时他以2倍的收益买入韩国股票，卖出后又以10倍的收益买回："我真的没有必要了解管理层。我需要的是阅读财务报表。当其很便宜的时候，你如何还能发现糟糕的因素呢？"

系统观察所有在TSX上市的股票吗？多数筛选系统会观察前500只股票、前800只股票或某一规模的股票？但是当你在组合中卖出康纳切石油和天然气公司时，其亏损根本不可能得到补偿。

那是一个我们根据模型分析结果没有买入某只股票的例子。当我们以低于0.50美元的价格买入一只股票时，形势将会不同。公司的土地也许值0.90美元，有段时间，其油砂有很大的潜力。基于我们没有什么可失去的，单靠土地其价值就会翻番。从我们认为其对土地的处理方式来看，其会有很大的上涨空间。那是我们投资那只股票的原因。

对系统来说，对那样的一只股票进行估值很难。不得不借助一些本能。

正确。当时对那只股票进行估值有不同的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数方法我们都试过了，我们想确认公司有收益。我们过去因投资太多没有收益的公司而受到了伤害。我们只有在公司有土地、工厂或矿藏等硬资产的前提下，才会投资没有收益的公司。

那是一个问题：作为价值投资者，你如何对那样的公司进行估值？

我们不喜欢处在周期性行业中的公司。我们喜欢稳定的公司。我们持有一只经营镍和铜业务的股票，但是我们认为其没有多大的周期性。黄金，我会说是波动的，但不一定是周期性的。黄金更多地表现为非周期性。你会在通货紧缩时面临长期下降的趋势，在通货膨胀时面临长期上涨的趋势。你努力根据黄金的供求，正确判断宏观形势与商品的周期。黄金在很久以前的价格是波动的，但是因中央银行卖出和对冲以及套利交易而维持在某一价位不变。现在多数措施已经取消了，允许价格回到均衡。因此允许我们交易黄金。但是我们认为黄金是防御品种，不一定是周期商品。石油业一样，我们不得不用其来提高室内的温度，启动我们的轿车。

你相信我们已经到达石油顶峰或我们已经接近石油顶峰了吗？

是的。我认为你现在正在看到其价格到顶了。几乎所有的商品(除了石油)我们只是看到其价格有较大的调整。石油因恐怖分子而被假设有15～30美元的溢价或类似的溢价水平，是吗？这样的溢价在哪里呢？其从来没有因为恐怖分子而出现溢价，是吗？它的价格维持在一定的范围内，看上去很好。我相信你现在看到了跨过石油供求曲线的危机。我拿起微观经济学概论(Economics 101)，他们并没有告诉你当供给突然超过需求时均衡价格在什么地方。接下来发生的是，需求也不得不下降，以致你的需求和供给在某一点相等，因为你的消费不能超过供给。因此我不知道价格将不得不走到哪里使需求消化掉。

这很有趣。沙特阿拉伯迫切需要钻机以便他们能找到一些石油。为什么他们要迫切地找到更多的石油呢？我想他们在地下有几百年的便宜石油，但也许不是这样。

你发现很多股票分析师没有跟踪。这似乎像当股票变得热门了，且有大的涨幅时，分析师开始关注它们。当这样的情形发生时，很多获利的机遇已经失去了。你能对此进行一下评价吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的，我经常有这样一个理论。你早先问我，我自己买的第一只股票是什么。我不记得自己买第一只股票时自己有多大，但是我在迈瑞达科技(Meridian Technologies)大约1美元时将其买回。它从事的是汽车行业的压铸件业务，当其价格涨到11美元时，我将其卖出，这很好。但是当其价格在1～4美元波动时，并没有真的上涨行情。在4美元左右的关口，突然间有5位分析师对其进行跟踪，随后其开始上涨。我经常想，到今天，一旦有5位分析师跟踪某只股票，随后该股票就会开始上涨。我认为我们持有的泛洋公司(Pan Ocean)有4位分析师跟踪。其涨幅非常不错，但是我在等待第5位分析师的出现。

内部人收购或卖出股票有多么重要？

它能给你一个非常好的线索。我们订购了一家美国以外做内部人购买和卖出分析的机构的研究资料。任何股票连续几个星期价格低于其价值的0.9将是整个市场的买入信号。你不能从中得到太多的信息，因为对基金经理来说，那是他们赚钱和谋生的工具。真正好的基金经理似乎是这样的人，他们不拿惊人的薪水，却是经营者(owner-operators)，为了追寻股票价格的溢价而生活。你不能指责任何不时地获利回吐的人。当你看到一个人卖出其重仓持有的股票，或不成比例地卖出股票，尤其是你认为该股票真的被低估的时候，你真的不得不开始怀疑自己的判断。

是的。那是很多人说买入比卖出更重要的原因。

你过去投资过大盘股吗？

是的。我们这里的格言是“大的是好的”(bigger is better)。首先，我们能更有效地使用我们的研究成果进行买入和卖出。同样，如果我们正好有一只大盘股的故事，资金的时间价值就在我们这边。尽管其确实发生了我们预想中的情形，但是我们也许拿不到公允市场价值的相同折扣。有时，你真的买入了一只大盘股。但是你自然会迅速赚钱，因为有32位分析师而不是3～5位分析师在对其进行跟踪，一旦其基本面发生变化，他们会迅速调整自己的判断。

有一只大盘股让你记忆犹新吗？

有的，我只是给你一家公司的例子，即被斯普林特(Sprint)接管或收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的网信通讯（Nextel)。我们最初看上网信通讯，因为我们想对其进行做空。这是一个基本面迅速发生变化的完美的例子，但是我们看上了它，并赚了5亿美元的自由现金流。我们说这只股票真的不像我们可以做空的类型。事实上，大家知道，如果你将自由现金流量乘以4或除以发行在外的股票数量，该股票的交易价格是6美元，在那时其基本面发生了变化，它看起来真的非常便宜。因此我们给该公司打电话说："我们将自由现金流量乘以4(对公司进行估值)吗?"他们说："当然可以。"为什么分析师不这样做呢？这只是一个季度的情形。他们想在其最终呈文对公司进行评级之前再看另外几个季度的情形。我们不等他们了。因此我们买入了该公司的股票，之后其价格涨了好几倍。这是一只非常好的股票，我们能够使用我们的上下限卖出和买回。

你对一些股票做过波段操作吗？当其价格上涨时，你一直持有，随后你注意到其给高估了或其成为很好的卖空对象，你卖空它们？

我现在想不起有这样的股票，因为我们通常买入的公司有非常好的基本面。因此，不是真的卖空对象。我们在1999年和2000年的时候卖空过一些好的公司，如思科、朱尼珀(Juniper)网络公司，当时其价值明显高估了，这些都是非常好的公司，但是他们的估值太高了。我们一般不试图卖空真的很好的公司。我卖空过温蒂(Wendy's)，这是我过去做多的一家公司。但是它不像我们预期的那样发展，我们停止买入，卖出后转手做空。你知道，2年间或4年间，我们看到一些股票价格狂飙，如提姆—荷顿(Tim Hortons)[1]。

我认为提姆—荷顿的股票价格有点过高了。

我认为也许其过高了。不一定是提姆—荷顿，因为提姆—荷顿是一个非常有价值的特许经营企业。温蒂特许经营企业也是一家管理非常好的公司。但是由于资产净值(break-up)和提姆的价值计算其被高估了。

---

〔1〕在加拿大是家喻户晓的品牌。不管男女老少，新移民或老移民，只要没事的时候都喜欢在提姆—荷顿里坐坐，聊聊天，喝喝咖啡等。提姆—荷顿几乎成了加拿大的代名词。当然也是加拿大的主导快餐服务品牌之一，提姆—荷顿在加拿大各地拥有超过2 800家咖啡店。1995年提姆—荷顿被美国的温蒂国际公司(Wendy's International Inc.)以5.8亿美元收购。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们再次回到卖空上来。卖空的风险之一是，有些人因为某只股票便宜而入场，支付的价格比市场高 30%。你会停止卖空吗？

是的，如果某只股票的走势与我们的判断不符，我们有自己对该股票的价格上下限的判断，我们努力在其价格低点(即下限)买入。我们努力在其价格高点(即上限)卖空。因此如果某只股票从价格高点(上限)掉头向下，我们的系统会提示这是买入的信号。这再次面临从 10 只股票中挑选 7 只股票的问题。计算机每天会大声地提示我，因为我已经(将相关系统操作)编程，并提示我“买入、卖出、卖空”。如果系统说，“空单补回”，我最好补回，因为我很有可能犯错了。让我后悔的是，也许我拒绝这样的提示的次数太多了。

价值型经理倾向于买入太早、卖出太早。这是你努力使用结构估值分析来处理的问题吗？

是的。我想告诉你的关于系统工作的事之一是，它给我们提出卖出信号，让我们卖出。如果没有卖出信号，我认为你就该持有，直到出现卖出信号。换句话说，我们也许在玩弄组合经理，可以说，如果我们持股比例达到了 8%的权重——通常是我们按照账面成本计算能够持有的最大比例，如果股票价格突然上涨了 50%，我们将持有该股的比例达到 12%。现在我们的这一持股比例也许还要高一些，因此我们想开始降低一些持仓比例，尽管该股票也许是被低估了。基于其被低估的程度，我们也许会让一些股票波动。但是其在组合中的比例越大，我们越有兴趣将其持仓比例降低。

那是下一个问题，是组合的集中度问题。你相信持有一个集中度更高的组合吗？

正确。

对的。持有多少只股票？25 只？

可以是 20～30 只中间的任何数值。你知道，我们的股票投资权重一般是 4%或 5%。通常最低 3%，最高 8%，但是我们有很多次突破这一限制。

当你想持有一些小盘股时，能力经常是一个问题。

比尔·米勒(Bill Miller)最近出了一本书，他在这本书中有一个有趣的观点。他说你的中盘股应该大约是你管理的资产的规模。如果你用算术来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想一想，就知道其中的意思了。你最终不要变得太大。我认为与持有太多的股票相比，我们更有可能不会变得太大。我们真的想非常了解自己持有的股票，我们手中的股票不要太多。我仍然希望能够每天晚上回家，与自己的家人一起吃晚饭。

你如何定义阿尔法，为什么一些人在寻找阿尔法？

如果你将根据费用而不是指数来支付基金经理的报酬，雇佣其的目的就是战胜市场。否则，你也可以做到最大有效生产率(Maximum Efficient Rate of Production，MER)，获得市场回报。因此我们的目的是给予超过市场的回报。如果市场回报一年一般是8%或9%，那么我们将给予的回报是10%、11%或12%以上。如果我们做不到这一点，就没有阿尔法。我们如何达到阿尔法呢？是根据低风险、高回报，以及诸如此类的我们谈论的任何东西。

你在这里提到多头/空头基金战胜了纯多头基金。

当我回过头来看的时候，大约有40%的时间，做空对我们是不利的。我们真的在努力消除这一点。但是幸运的是，有60%的时间，做空对我们是有利的。

当股票下跌到非常低的估值时，人们厌恶持有股票，你会想做空股票来赚钱会更困难一点。

这时的估值没有按照基本面得出的倍率高，因为你能以低的倍率买入某些股票。你何时买入TSX？通常你在TSX处于高的倍率时买入，因为收益太低了。一旦你以低的倍率买入，你想卖出。

对的。

2年前我的父亲想让我们卖空不少汽车部件公司，福特和其他公司。我看了看说，“什么？它们这么便宜，其倍率这么低”。但是，他是对的。你知道，如果基本面恶化了，通常其交易价格是多少倍率没有什么关系。

你最大的净多头是多少？你在组合中使用杠杆或净多头会超过100%吗？

我会告诉你我们最大的净多头。我们的多头仓位偶尔会达到115%～120%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你曾经是中性市场(market neutral)[1]基金吗?

在最近几年不是。我们最大的空头头寸是 40%。因此对每一个 100 万美元来说,我们也许会有 40 万美元的空头头寸,我们也许会有 80%的多头头寸和 40%的空头头寸。因此,我们将有 40%的净多头。那也许是我们最低的敞口。

那是什么时候? 在海湾战争前?

那也许是在 2000 年,2000 年中期,就在海湾战争之前。

你如何度过 2000 年、2001 年和 2002 年? 那段时间你的业绩如何,你卖空的是什么股票?

在 2000 年,我们卖空与网络沾边的任何股票,我想是因为我们对自己挑选的股票太大惊小怪了。但是在我提一些股票之前,我们在卖空加拿大的公司,如 Bid. com。其价格已经超过了经过调整后的账面价值的 55 倍。你不能维持这么高的估值,基本上是因为你不能在比几个月更长的时期内产生足够高的净资产收益率来维持账面价值的溢价。朱尼珀网络公司就是一个非常好的例子。它的价格实际上也超过调整后的账面价值 55 倍了。我们在几个月内感到一些痛苦,但是最终我想我们以 160 美元的价格卖空。其价格涨到了 220 美元或更高,我们最终以 50 美元补回。我们在 3 个不同的场合卖空北电网络。我们前几次实际上对公司没有任何想法。第三次的时候,我们真的在想,资产负债表看起来也太差了。

你认为自己的基金是北美组合? 或多数买入的股票是加拿大的?

我们能买入地球上的任何股票——去任何地方,买入证券,为客户赚钱。正如我之前说过的,由于时差、语言障碍、会计标准、季度资产负债表与半年报,我依赖资产负债表、及时的信息和消息发布来使用我们的结构估值分析法。因此,我们待在离家近的地方。你最好的想法经常是随机获得的,如报纸、客户、业务合同,我们多数是加拿大人。因此我们的组合经常与加拿大的想法是不成比例的。加拿大市场也比美国市场的效率低,与此同时,

---

[1] 采取综合经营组合手段,保证市场在任何情况下都可以盈利。在股票投资中运用较多。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国有世界上最好的公司。遗憾的是，我们在加拿大没有与强生(Johnson & Johnson)媲美的公司。因此，我们喜欢买入那些变得便宜的公司。这是我们最喜欢做的，因为我喜欢称之为"躺在沙滩上的"(lie on a beach)股票。我不必担心组合的业绩。我知道强生不会差到哪里。

他们对待股票就像存货一样。

有时，这样的情形会发生。

你曾经在组合中持有黄金或黄金股票吗？

这不是我们的游戏，因为我们想持有黄金或黄金股票会受到双重打击。我们也许对金块的判断是错误的。我们认为我们对黄金股票的看法是正确的。黄金，像一口油井，现在我们认为我们为三重打击做好了准备，因为我们将看到公司产量的增加。我们将缩小真实价值与市场价格的折扣，我们将抓住潜在的商品价格上涨的机会。泛洋公司一度是我们持有的最大的头寸，在以44美元左右的价格交易时是非常有价值的。我们认为按照石油每桶50美元的价格计算，其价值为60美元。但是在石油每桶价格为75美元时，他们每股的收益是15美元。

现在也许我们在谈论情绪和投资。普通投资者的想法是不正确的。你如何克服这一困难。

你不得不优雅地睁大眼睛，你不得不相信自己的判断，坚持下去。让我抓狂的是，客户为了很小的亏损走进来对我说，"我将对你进行彻底的检验"。正如我所说的，"好呀。让我们坚持下去。现在我打算在未来一年、两年或任意的期间给你很多钱。检验结束了。我在资金管理方面很成功。现在你将给我更多的钱。让我们说我失败了。这是一个不成功的检验吗？因为如果我失败了，你应该给我更多的资金"。

你给我资金进行管理的事实不是检验。真正的检验是，你问我你能想到的所有问题，对我们进行研究，以确保我们正好适合你。我们这里有我们如何投资的纪律。纪律是不会改变的。这里是企业，企业做得好与坏，人们将对企业进行分析，企业对他们真的有价值，这些事情从来不会改变。

当你看自己的净多头敞口时，你会使用贝塔调整的净多头敞口吗？

不会进行定量分析，但是会进行定性分析。在我们希望进行那样的定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量分析前，有的是时间，因为世界上大的网络公司走势很疯狂，这对我们不利，小盘股被忽略了。那也是我们能够在2000年的多头头寸中发现巨大价值的原因，因为每个人都在炒科技股，忽略了其他板块。我们之前没有碰过像阿贝克隆比—费奇(Abercrombie & Fitch, A&F)[1]这样的公司。阿贝克隆比—费奇有30%的免费券、丰厚和巨大的资本回报率以及伟大的资产负债表，突然间，其以12倍收益的价格进行交易。我们最终买入了阿贝克隆比—费奇，也许有一部分价格是收益的12倍，我们以低于平均价格买入。它的价格下跌到资产负债表中除去现金后的收益的5倍。这很可笑。

因此如果它们符合你的限定条件，你会以低于平均价格买入。

我们也许会这么操作，如果它给出了卖出信号。如果其足够便宜，我们也许会停止买入，因为它出现了卖出信号，我们会等到其价格跌到下一个低点后开始再次买入，这对我们有额外的好处。

你认为在自己的组合中犯的最大的错误是什么？

也许是在做空方面。一些股票没有足够快地补回，认为我们对估值过高和基本面变坏的判断是正确的。在这种情况下，要么等待直到坚持做空太痛苦而无法承受，要么只是不承认市场有时想让这些股票的疯狂走势比人们能够承受的时间更长久一些。

做对了，又如何呢？你知道你盈利最大的股票是什么吗？

我们持有泛洋公司好多年，在此之前其名称为欧塞洛特(Ocelot)。实际上，其间它是泛非公司(Pan African)，从莱因克斯(Lynx)中拆分出来，因此我们持有其股票很长时间。但是我认为我们最初是以5美元的价格买入。我们按照以低于平均价格买入的方法计算，持有成本为2.50美元。其拆分出的公司现在的交易价格是5美元。它拆分了，因此我们的成本是1美元多。

如果你将东海岸公司(East Coast)——交易价格是5美元——加到泛洋公司上，我们的1美元多成本的股票价值几乎为50美元。大约七八年的时间，做到这样非常好。

---

[1] 来自美国的休闲服饰品牌，标识是一只长着巨角的麋鹿。是一个在美国青少年心目中极富影响力的超流行服饰品牌，旗下共有Abercrombie&Fitch、Abercrombie Kids、Hollister、Ruehl、Ezra Fitch五个子品牌。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2000年4月，你撰文说市场有危险，事实是市场将向错误的方向运动。这是计算机提示的，还是定量分析的结果？

二者都有。有三个方面的因素。宏观形势告诉我们这样的形势不能持续。我们只是预见到了泡沫的存在。人们仍然说，“没有泡沫”。天哪，我不知道他们在想什么。第二个因素是严格的结构估值转折点、上下限点位的分析结果。它给出了卖出信号，因此要卖出。第三个因素是，从估值角度看，我们不仅认为多数大盘股，而且市场整体都高于公允的市值，尤其是纳斯达克，它不得不成为领跌的对象。因此我们结合上述这些因素得出了自己的判断。

你如何看待那些认为商品有泡沫的人？

商品价格也许处于高位，但是如果中国和发展中国家保持稳定，我认为不会出现世界末日。我猜如果你遇到了流行性感冒，你会面临多年的问题。但是我认为我们将进入多年的民主、地球村的世界。这是我们将告诉我们的孩子的非常令人兴奋的事。

按照我们的预算，我们不会使用每桶175美元的石油。我们使用每桶50美元的石油。如果系统提示买入价格是50美元，石油真的会涨到每桶100美元。

你有8%的最低预期资本回报率，是吗？

是的。对不起，我想在忘记之前先将对泡沫的话题进行完。在泡沫时期，你卖出纳斯达克股票的价格，正如我们之前讨论的，是账面价值的55倍。这不正常。这些股票的价格是收益的很多倍，是收入的很多倍，就像是疯了。这些是之前从未见过的荒谬的估值。账面价值的55倍，我们称之为保护限制(conservation limit)，这样的估值我们至少看到有12家，如Priceline.com、Bid.com、美国在线(AOL)和戴尔。在此之前，我们在前10年或15年只见到过2家公司有这么高的估值。那是奇怪的时期。你现在在商品领域根本看不到这样的情形。我在以收益的3倍、4倍、6倍或7倍的价格买入。这是很可笑的。

因此这是截然不同的。现在商品的价格涨得厉害。我不能告诉你铜将回到1.5美元。其价格甚至会更低。我的意思是，它的底部有几次是0.50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。那是其通常的底部。在我们面临衰退、全球性的衰退时其会再次回到这一底部吗？也许。

你什么时候不快速补回空头头寸，你改变系统还是你纠正系统？

谁想一次又一次地犯重复的错误呢？

约翰·邓普顿说，"如果你以 20 年前的方法做同样的事，你不会把事情做对"。

他还说了其他内容，即"最好的投资者是在其职业生涯早期遇到过失败的人"。我们艰难地度过了痛苦的 1998 年，当时投资了太多的概念公司(concept name)。有几家公司最终给我们赚了很多钱。与此同时，我们在 1998 年让客户的资金有了亏损，随后失去了太多的客户，他们说，"我们再也不投资你们的基金了"。因此我们歇业了，这也是我们寻找投资方法，以及我们说只投资那些有收益的公司以确保我们做得更好的原因。

除了你父亲之外，业内你还有其他榜样吗？

像巴菲特、费希尔·费雪和本·格雷汉姆这样的价值投资者都是我的榜样。

这很有趣，因为价值投资似乎是可持续的。过去 20 年里你很少能够看到成长型投资者能持续获得好的收益。持续获得好的业绩确实是可以实现的，但是多数是由价值投资经理实现的。

我认为比尔·桑德斯(Bill Sands)就是这样的人，他是伟大的价值投资者。他认为"价值投资者有 80%的时间是花在市场低迷的时候，20%的时间花在市场狂热的时候"。他说，"动量投资者有 80%的时间是花在市场狂热的时候，20%的时间用来找工作"。我认为成长型投资有流行的周期。价值投资也一样。如果价值投资被定义为买入低于真实价值的便宜股票，它如何能够在一段时间内失宠呢？正如你去买一些人所说的食品，你就不会买便宜的食品。经常是去最贵的商店去买。这不符合逻辑，对吗？

你认为哪本书对即将阅读的人来说是好书？

我认为阅读巴菲特的年报是非常不错的选择。我认为彼得·林奇的两本书——《选股战略》和随后的一本书——都很好。

你的系统是可持续的，这很重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确。我们确实作出了很多伟大的买入决策。我们以 3.50 美元买入哈萨克石油(Petro Kazakhstan),其价格涨到了 45 美元。系统对我们的决策很有帮助。我们也投资了阿贝克隆比 & 费奇、勃列斯多—迈耶(ristol-Myers)、霍尼韦尔(Honeywell)和金佰利(mberly Clark),以及其他公司。因此我知道系统在各种形势下都起作用,价值从来不会不起作用。也许会有一段时期成长型投资的业绩会超过我们,因为人们决定在完全不同的方向上利用动能。或者我们会低于成长型投资的业绩,因为突然间技术股的表现很好,价格飙升。你知道,人们会说,"天哪,我不得不买入纳米技术股,应该买入这类股票",所有的这些股票价格都在飙升。

辉瑞(Pfizer)、默克(Merck)、勃列斯多—迈耶多年来表现平平。

基本面发生了不利变化,因为它们面临基因药物的威胁。没有一家公司推出重量级的新药。你面临着利润缩水。你面临着欧洲和美国政府对定价的压力,美国的州政府对不同的药物制定优选列表(preferred lists)[1]。我们努力让辉瑞的药物进入优选列表,没有成功。我们成功地让勃列斯多—迈耶的药物入选优选列表,但是在此之前其多数药物都在涨价。但是它们中的一些药物现在已经足够便宜了,如辉瑞。我们再多支付几美元也愿意买入,因为它现在变得太便宜了。这类特许加盟企业的价格只有收益的 11 倍,它们一般每年几乎要在研发上花费 80 亿美元,这样已经很便宜了。它们不得不为这么多的资金寻找相应的新药。

你曾经看过我称为单身男士的股票(bachelor's stock),如菲利浦·莫里斯(Philip Morris)吗?

是的。

啤酒、雪茄和克雷福晚餐(Kraft Dinner)[2],诸如此类的东西,对

---

〔1〕 目前美国联邦政府经营的医疗保险中常用于控制药费的一个政策,此政策基本上鼓励尽量使用较便宜的药物,而这个药物同时也能与较贵的药物有一样的治疗效果与安全性,并在同一类药物中可以互相取代。——译者注

〔2〕 在大萧条时期,克雷福(Kraft)公司尝试行销一种低价的干酪粉,但是消费大众却无意问津,使得行销宣告失败,而圣路易市的一位业务员为了解决所分配到的配额,把这些干酪粉分成许多小包,放进通心粉的盒中,然后要求杂货商以一个包装的方式销售,他称之为"克雷福晚餐"(Kraft Dinner)。当公司发现这种包装销售奇佳时,立刻将此晚餐包纳入生产线的一部分。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？

这是我不会买入的类型。我能买入赌博类股票，我能买入防御性股票，我能买入很多不同的股票。考虑到我周围的人——家庭成员因癌症去世，我发现很难让我买入烟草股票。我只是发现自己买入烟草股票很难。你可以说，人们在自己的一生中要做任何自己想做的事。这句话说得好，但是我不同意这一说法。我的意思是，现在你听到了二手烟的故事。也有反对二手烟的说法。但是我不必从烟草股票中盈利。我知道这是一个零和博弈，无论我或其他人是否持有股票，股票仍然在流通。从这个角度来看，这是零和博弈，但是这让我感到不舒服。我希望烟草不存在。

也许我们可以得出结论，烟草股票被高估了，随后进行卖空。

也许。我认为它们将在以后的一些诉讼中败诉。我前几天听说清淡型香烟实际上对你的健康影响更不好。

真的吗？这个说法正确吗？

因为你吸的更多了。你不太可能戒烟，你认为吸烟比戒烟对自己的身体更好。我不知道。

市场情绪在2008年非常糟糕，价值投资经历了一段困难的时期。

美国个人投资者协会(American Association of Individual Investors, AAII)有一个统计数字。每个牛市后都有2.4个熊市。你再次回到同一个统计数字，超过了2这一关口。任何时候你面临低于或高于2的情形，正如上述情形所表明的，你将进入未知的糟糕的时刻。每次你在每个牛市后遇到超过2个熊市，你随后就会面临一个牛市。在接下来的12个月里平均上涨24%而没有任何下跌。因此，这是最悲观的时刻。我们只是持续发表我们自己对形势的看法。他们每天卖出另外一只股票，这是"不留活口"(take-no-prisoner)的方法。有一天我们的零售经纪人对我们说他们不会为来年提供指导意见。他们错过了收益。原本可以以0.06美元卖出，他们以0.02美元卖出，谁会关心这个呢(大家只想出逃)？公司的长期前景，如获取收益的能力完全没有变化。但是他们仍然让股票价格下跌了23%。这太疯狂了。

我想是罗伊特(Rohit)提醒我，2007年97%的回报来自TSX的6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只股票：加阳(Agrium)、加拿大钾盐公司、RIM、加拿大铝业公司、BCE和石油数据银行(Petrobank)。

是的。

那是1999年的事，对吗？重点关注的股票非常少，它推动市场的价值上涨。

它不得不回到上涨通道，因为你不能做多价格被腰斩的股票。我们在2000年经历了大盘股以收益的25倍和30倍交易的时期。小盘股和价值线指数，即1 700只同等权重的股票的交易价格回到了收益的12倍或13倍的水平。因此很容易选择到普通股，但是很难选择大盘股。

随后大盘股下跌了，开始以公允价值交易，因为它们的价格从收益的25～30倍降低到了15倍、16倍。只有最近它们的价格不可思议地跌到了收益的13倍，对吗？现在突然间，10年来第一次我们可以考虑买入大盘股了，因为其交易价格下跌了25%～30%。你不得不对买入的股票保持谨慎，因为我们进入了经济萎靡时刻。突然间，你获得了大的折扣，这在之前是不可想象的。与此同时，小盘股从去年的收益的13倍一路上涨到2007年中期的19倍，因此它们相对于大盘股来说有较高的溢价。因此，小盘股不得不下跌进行回调。我们错过了这一机会，是吗？我们还持有小盘股，因为我们无论如何不会以收益的19倍来买入小盘股。但是19倍的市盈率下降了，失去了投资价值。我们现在在加拿大风险资本交易所(Venture Exchange)——加拿大小盘股的替代选择——和罗素2000价值指数(Russell 2000 Value Index)回调30%时进入。

对的。加拿大风险资本交易所在2007年8月回调，现在还没有反转。

不是。但是已经脱离底部了。其底部是在1月19日形成的。随着TSX整体上涨，其脱离了底部，但是从顶部到谷底，杀伤力很大。正好说明价值如何不起作用，尤其是在小盘股领域，一个例子是我们在此时进行了伟大的买入。我们买入金块，我们买入石油，对吗？石油和黄金价格涨幅惊人。如果我们在最近的6个月买入纽蒙特矿业公司(Newmont)和巴里克黄金公司(Barrick)，我们会取得非常好的业绩。但是我们持有的一些小公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该卖出，而不是石油和黄金。

在 2008 年初，金块与黄金股票或小盘股中的黄金股票之间有很大的差异。这迟早会回补的。

正确。我吃惊的是你还没有看到大公司收购小公司。也许是因为我们处于信用危机中的原因吧。在黄金领域，你看到一些公司以每盎司 600 美元的价格进行交易。随后你看到一些小公司以每盎司 25 美元的价格进行交易。我的意思是，这一差距太大了。

找到并挖出自己财产的成本非常高。去买入一些资产要容易得多。

现在就很容易。我确信你能以低于 52 周的高点的价格买入一些股票，因为它们的价格涨得离谱了。人们会说，"现在可以买入"。但是公司害怕犯小错误，因此它们不必出去收购整个公司。

银行在 2007 年末甚至不会贷款给任何人。

最近我看到一些大公司的 CEO 出售了自己公司的股票，去买入多样化的一些小公司。人们知道，聪明的资金现在在买入小公司。它们非常便宜，值得买入。

是的，随着加拿大风险资本交易所下跌 30%，将会有更多的股票下跌 60%～70%。

我认为石油和天然气的价值是站不住脚的。在美国的标准普尔看来，石油和天然气仍是最便宜的板块。

是因为分析师不相信石油将会是每桶 100 美元吗？

每个人都害怕这是石油商品泡沫，商品价格的形成有投机因素的影响。

如果我们进入衰退，石油、基础金属等价格处于高位是不正常的。通常，你将开始看到这些商品价格走低，因为需求将降低。

是的，这取决于谁陷入衰退。问题是，这是否还是一个以美国为主导的世界？因此美国显然处于衰退中。加拿大衰退没有这么严重，南美没有衰退。世界上其余国家也没有陷入衰退，但是欧洲增长速度下降了。亚洲仍将强势上涨，中国连续 25 年以 9%的速度增长？因此中国也许会从目前的 11%降低到正常水平。但是中国不会负增长或进入衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这样的环境中你如何避免接住下落的刀子？例如，美国的金融股。

我们真的没有买入任何美国的金融股，因为很难分析其资产负债表。因逐日盯市问题你不知道如何对其资产进行估值。你无法定量分析负债一栏中的表外负债。我不知道这些负债在什么地方。因此，我们说，"是的，它看起来便宜，但是还有真的看起来更便宜的股票"。

我认为你增加了美国的投资，是吗？

是的。

投资了什么板块呢？

还没有多到可以用板块来衡量，尽管我们现在确实偏爱零售股。像金融股一样，零售股也有泡沫。

你持有阿贝克隆比？

我们从去年开始持有阿贝克隆比。我们已经卖出了。我们现在持有那些过去七八年涨了五六倍的股票。我们在 70 美元的高位卖出，几个月后又买回。我希望我能在 1 月 21 日买回，因为其再次一路下跌到 68 美元。在 2008 年初，我们买入了欧迪办公(Office Depot)。欧迪办公一路下跌到其账面价值。这是一个简单的估值过程。公司应有能力获得史泰博(Staples)的利润水平。史泰博现在的经营利润超过 10%。

价值投资的神奇之处在于即将陷入困境的公司，人们对其的预期变得非常低。随后市盈率受到打压，当公司发展趋好时，每个人突然意识到这些公司发展超过了人们的预期，随后你的市盈率也提高了。你获得了双重的收益。

人们谈论在周期性股票以很高的市盈率交易时，你如何不得不买入，以及当其以低的市盈率出售时，如何不得不卖出。我们以另外一种方式看其中一些有价值的股票，尤其是零售商。如果我们能以 10 倍的市盈率买入这些零售商，收益将会上涨，当其资产负债表很好时，很难出错。公司在做所有正确的事，它们的周期性不是很强。我们今天持有另外一只股票 DSW，这是一家鞋类零售商。到今天其下跌了 24%。如果我们要说一下数据，其股票价格是 13 美元。每股现金流量是 2 美元，接近 3 美元，且没有债务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以10美元买入没有债务的公司，已经获得了超过1美元的收益。因此这是一家资产负债表非常干净的公司，其股票价格是收益的10倍。当时，交易萎缩，但是如果它们能够回到正常营业年份的利润水平，就像其在2006年一样，我们认为它们的价格将高得多。如果我们买入后获得了2美元以上的收益，我们认为它们真的能够赚到3美元以上的收益，这将使得我们买入的股票价格上涨到40美元、50美元。你在未来两三年里会看到自己的资金有翻三四倍的机会，且风险非常低。我们在3年里看涨我们的股票。我们的股票在3年时间里每年的回报超过40%，从组合的广度来说，这要比以前的收益高很多。我不知道我们是否会获得每年40%的回报，因为我们接下来将会犯一些错误。根据预期来看，预期和我们看它时一样高。

你说大盘股明显有更多的价值，因此你会提高其配置比例吗？

是的，如果我们能，绝对可以提高配置比例。比例越大越好。如果你做对了，发展速度会更快。我们最近买入联合技术公司（United Technologies）。我们最近买入沃尔格林（Walgreens）[1]。这些企业发展稳定，但是它们不经常被低估，因为市场是非常有效的。正如奈德·古德曼在今天早上的报纸中指出的，你想找到那些不只不被追捧（underloved）而且不被持有的股票（underowned）。大盘股能够是不被追捧的，但是它们不可能不被持有。

我为了撰写这本书而采访的每个人都是小盘股基金经理，一般来说，是长期持有。那也是促使你的美元增值的因素。因此，我猜你将回到这个问题上来。

当你持有小盘股时，面临的问题是即便你看到要调整，你不能卖出。如果你是长期持有，这很好，我们将获得不错的回报，但是你在其间终究要面对非常大的波动。

不久前我听一个人说话，他说，“你知道，价值投资在一段时期内低于市场的表现，这样的表现只会延续大约1年。你随后就会看到其反弹速度非常快。它不会连续多年超过市场的表现”。

---

〔1〕 美国的一家药品、食品零售连锁企业，主要经营药品的零售和食品百货的零售。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《投资者文摘》(*Investor's Digest*)最近有一个伟大的图表。我想它追溯了40年的历史。价值型股票被定义为标准普尔500指数中最便宜的1/5——你知道,是相对账面价值最低的价格。他挑出了100只股票,看其长期的表现。基本上,你的资金在40年里会涨200倍,这要超过标准普尔500指数的表现。我不记得其是否有四五个时间段,在2008年初,你的业绩下降了20%。在一张图上,这样的业绩看起来像是暂时现象。当你度过这个时期,就感觉不像是暂时现象。

是的,投资者经常看着图表说,"哦,没有问题",因为他们看的是趋势的末尾。

对的。当你身处其中时,他们推断有20%的波幅,"天哪,如果我再亏损20%怎么办?"但是我们看到,现在的一些股票按照价值来说让我感到震惊。

因此你从2000年以来还没有看到过这种事?

我说每5年看到一次。我努力警告客户。你对他们的警告太多了,他们不记得了。

资金在市场到顶的时候流入,在市场到底的时候流出。

人们一直说,"如果你卖掉这只股票,我会介绍我所有的朋友给你"。这就像,"为什么?我们何时回到高点,现在让他们买入。这是买低卖高!"巴菲特经常说固执在某些时候是如何让价值型基金经理因赎回而遭受打击的,当时他们应该为人们买入股票,而不是卖出。那是因为当教练追求继续卖出时,每个人都涌入商店。存货在继续销售,每个人都去了,"天啊,我不得不等到明天。也许会有更好的可以销售的产品"。你只是捏住鼻子买入了股票。

我想今天有人和我提起巴菲特在1973～1974年持有的最大的5只股票下跌了65%或更多。

有可能是这样的,那是一个非常糟糕的时期。这也是他为什么经常说,"如果你不能承受一只股票下跌50%,你就不应该买入"。他也给出了统计数据,我认为纽约证券交易所任何一年的波动是50%,在其52个星期的高点与52个星期的低点之间波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值型股票的表现不错，在脱离熊市后的表现要好于其他股票？进入熊市后，它们的跌幅更大，因为人们担心企业是否有问题。

我认为价值型股票不会失宠。只是每隔一段时间，任何一只股票都下跌，包括价值型股票。我不知道现在是否动能型股票的下跌幅度大于价值型股票。我看到的一些数据表明，当我们进入衰退时，动能型股票的表现不错，价值型股票受到打压。这很有意义，因为那些有大量的收益以及收入仍在持续稳定增长的公司的表现不错，因为估值不是问题。人们不会抛售这样的股票，因为企业的表现仍然不错，是吗？

说得好。

随着熊市到底，我的岳父可能指出，"我记得去年最后一个下跌的是科夫勒商店(Koffler Stores)"，前一个是启康杂货店(Shoppers Drug Mart)。它们坚持到了最后，还是下跌了，这正好与这次发生的一样。

技术股上也发生了这样的事。

是的。它们最后还是下跌了。这样的事现在也发生了，最后一个下跌的股票是标准普尔。罗素 2000 和风险交易所在去年 5 月开始下跌。纳斯达克 100 指数直到 10 月也没有到顶。到今年 1 月其还没有实质性的下跌，标准普尔也一样。

这发生在漂亮 50 股票上，对吗？在 20 世纪 70 年代初，其在上涨。

最终它们也不得不下跌，因为质量在下降，随后是一切都在下降。现金流短缺。现在，统计数据表明，普通美国人有 20%的现金。无论是现金或货币市场工具，他们获得了 20%。我们之前只看到这一数字从 17%增加到 20%，这是从 1980～1981 年的牛市开始的。其现在超过了 17%。还有其他两种情形下也发生了这样的情况，即 1990 年熊市结束时和 2002 年熊市结束时。为了回答你的问题，价值型股票会首先走出衰退。衰退一开始，就是价值型股票表现很好的时期。在此期间，价值型股票的平均涨幅是24%。

所有的成长型投资经理都说动态研究公司有与皇家银行一样的市值是合理的。你如何看待这一说法？我有一个黑莓手机，很不错的手机。该公司的估值应该与黄金银行一样吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是这样的。皇家银行看起来更有吸引力。皇家银行稍微有些高估，因为我们仍将发现一些重要的未予考虑的因素。皇家银行的估值要稍微低于美国的同行。

我认为他们没有考虑了一切因素。

也许加拿大的银行将会进行一些拆分，但是我认为动作不会太大。但是我们仍有你在美国看到的一些问题。我们的住宅市场也在繁荣，也许发展速度会下降。动态研究公司是一家有丰厚利润的不凡的公司，但是它的估值不应该有现在这么高。其股票价格将会下跌，除非随着其发展逐步克服了这个问题，这也是可能的。

我猜这就是价值投资的魅力。预期真的非常低。真的很难超越预期。哪里有动量型股票，你就可以设置这样的预期，预期水涨船高。迟早，你会失望的。

也许会发生在以后。这也是为什么动量经常能够延续一段时间的原因，因为这些股票的价格持续上涨。

让我们谈谈过去一两年的卖空。哪些成功了，哪些没有成功？

当你进入 2007 年初的时候，形势非常艰难，因为你在市场最繁荣时成立了私募，整个形势马上就发生了变化。我们卖空了自己持有的一些股票，这些股票对私有化非常敏感或者有传言说要私有化，我们不得不卖出它们，因为我们不想承担这一风险。这些股票现在都从原先的价位下跌了。我希望我们依然卖空这些股票，但是当时卖空这些股票与承担的风险相比不值得。我们在去年的 11 月卖出了所有的卖空头寸，因为我们相信市场已经到底了。看起来当时与市场真正到底还有三四个月的时间，显得太早了。我们所有的卖空头寸现在都在最低限价(即买入价)处。我认为正如我所说的那样，整个市场已经到底了。对我来说，即便是差劲的公司也应该在这个政府干预市场时期上涨。我认为当时卖空是危险的。我们现在在多头/空头基金中是纯多头。

对的，因此你卖空有一定的灵活性？

是的，我们不是对冲基金，我们不是市场中性的。如果我们认为不是卖空的合适时机，我们根本不会卖空。我们卖空了我们组合 40%的头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寸，我们的组合将进入泡沫状态，有几次在其进入泡沫之前或之后进行了卖空。从去年到2007年初，我们卖空了大约15%～20%的头寸。那是我们将再次进入正常运作的地方，当时市场反弹了20%多，接近其公允价值。

我再谈一下大盘股市场。我对多个指数作出了同样的判断。我的意思是，标准普尔按照相同的权重衡量，美国的标准普尔500指数将是账面价值的1.5倍，这已经非常便宜了。

收益率高于10年债券的收益率？

正确。我喜欢看收益率，其现在是7.1%。股票的资本回报率非常有吸引力。其是债券收益率的2倍。一旦养老基金的持有人不再害怕股票下跌，他们应该把自己投入股票而不是债券。

当市场上涨20%时，他们会感觉到非常舒服。

他们也许会感到舒服。那也是我们再次开始卖空的时候，因为估值已经变得有些荒谬了。你确实能够找出市场上现在一些已经变得疯狂的股票，比如一些太阳能股票和一些纳斯达克股票。

你何时决定卖空一只高估的股票？当基本面发生不利变化时，而不只是根据估值进行卖空？

不是，你想在经济变得疲软时根据基本面和估值进行卖空。我记得我们在思科再次进入泡沫时对其进行卖空。它是最近一只下跌的股票之一。每个人持续地说，"噢，你不能只根据估值进行卖空"。其价格已经远远超出了根据估值进行卖空的水平，但是其直到整个经济开始陷入衰退时才开始下跌。随后它被人抛售，逐渐被人遗忘。这也许是我们应该从最近一段时期中得出的教训之一，因为形势变动很大。一旦你感觉衰退将来了，选择进行卖空是很容易的。当股票价格涨到其公允市场价值的2倍时，就是一个卖空的好时机。

我记得在55美元的时候卖空了全食食品超市(Whole Foods)。我在其价格为60美元时卖出。其价格涨到了80美元，我没有买入。其公允市场价值大约为40美元，其涨到80美元，因此达到其公允市场价值的2倍的水平。其现在回到了38美元，这是一次难以置信的卖空。我们卖空苹果没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚到多少钱，因为我们交换我们的结构估值分析结果。但是苹果最高涨到了200多美元。我们当时认为其公允市场价值是110美元。随后公允市场价值一路上扬。其股票价格最终几乎跌回了我们认为的公允市场价值水平。

我们确实经历了泡沫，当时你看到很多股票的价格涨到了其公允市场价值的三四倍。因此，如果你处于泡沫中，你不得不变得非常谨慎。在正常情况下，你能持有一家公司，看着其价格涨到了估值的2倍，仍然可以根据估值进行卖空，因为最终他们会错过一些重要的因素。我的意思是全食食品超市还没有脱离轨道。它这里有一些改进，那里有一些改进，最终达到了繁荣。

因此，那是你看其价格为公允市场价值2倍的原因？

对一只动量成长型股票来说，那通常不是我们进行卖空的关注点。我们看卖空的因素与我们做多的因素相反，如有的股票的资产负债表中也许使用了杠杆，或者说有的股票的业务成长乏力，这也就是估值太高的原因。业务没有动量。资产负债表和损益表没有变化。他们可以向任何方向发展。这也是我所喜欢的。

你卖空一般进行多长时间？其是市场的函数吗？

它是市场的函数。我们持有卖空头寸不会超过1年或6个月。

多头平均持有时间呢？

我们只做可以赚20%的卖空。多头也许会持有3年左右的时间，因为我们做多的目标是赚100%。

是的，如果市场的形势与你的判断相反，正如巴菲特所说，“你做空最大的收益是100%，最大的亏损是无限的”。

正确。这是真的。那些是可能发生的糟糕的事。除此之外，巴菲特还指出，他和查理进行的每次卖空都是正确的这一事实。他说，“我们大多数卖空都做得非常好”。只是数学反对你这么做。如果你某次卖空做错了，亏损就能抵消所有的盈利。

因此你不得不止损？

你不得不止损。我们在过去犯的一个错误，也就是我不得不在将来触

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

犯的错误是卖空的规模也许有点小了。因此当股票价格上升时，其价格不会缓慢上升，而是直线上升。当我们卖空第一太阳能(First Solar)时，其走势与我们的预测想法相反，一个下午1小时就上涨了30%。你是如何设置止损点的？其价格直接突破了你的止损点。其迅速突破了你的止损点，而不像一些大公司那样缓慢上涨。现在，在一些特定的市场，你可以卖空那些市场崩溃的公司。

你这些日子看到在卖空上有更多的竞争只是因为美国有太多的对冲基金？我认为在加拿大，还没有很多资金用来卖空。

我真的没有看到这样的情形。人们抱怨你改变了交易的规则……

报升？

报升规则。我认为不会有什么差异。人们也许能够控制股票的下跌，人们也能够控制股票价格的上涨。这有什么差异呢？

竞争的唯一差异在于你能涉足因卖空导致的过度波动的情形。如果市场走势与你的判断相反，情形会真的对你不利，因为卖空的头寸太大了。你不得不对此保持谨慎。

德尔塔石油发行了5 000万股，其中有1 000万～1 200万股被卖空。我认为部分股票已经不存在了，因为柯克里安用6.5亿收购了公司。

是的。

还有另外的情形，因为当你加总所有的股票后，其总量超过了发行数量。

我相信有人在进行裸卖空。我们持有的另外一家公司是康普信贷(CompuCredit)，考虑到其流通股的数量，股票交易的数量太大了。管理层持有其60%的股票，我们持有的股票接近10%。还有一些机构持有很大的数量。因此加总起来的数量就不对了。一定有裸卖空在进行。我不知道人们如何进行裸卖空，但是他们在某种程度上涉及了。

你重仓持有黄金和能源。我们显然知道你重仓持有能源的原因。对于黄金来说，是因为股票的价格相对于黄金的价格便宜，或者是因为你认为黄金的供求均衡将导致其价格上涨到每盎司2 000美元。

是的。我们不会涉足市场的一个板块，除非我们同时进行了从下而上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与从上而下分析。换句话说，我们想借助宏观环境的东风。我们想供求的基本面对我们有利，我确实相信金块、石油和天然气的供求形势对我们有利。与此同时，我们不买卖股票，除非我们发现无论怎样都便宜的股票。例如，我们相信我们的石油股在65～75美元是有利的。超过100美元，或者今天的价位，只是锦上添花而已。

为什么你认为黄金的价格将会上涨？只是因为世界上有很大的供给问题？铀的需求比供给大多了，但是其中1磅9美元的价格维持了一段时间，因为你让俄罗斯从核武器中抛售其铀。至于黄金，你对其的需求远大于供给，但是你让中央银行倾销黄金。神奇的问题是，何时中央银行会停止抛售黄金？

那是神奇问题的一部分。有三个因素会阻止黄金供求的缺口。你让中央银行出售黄金。这样创造的人工供给超过10年了。我记得阅读了20世纪80年代彼得·林奇写的《选股战略》。他认为黄金的供求缺口超过1 000吨。因此你让中央银行出售黄金，你从多个重要的生产商那里对冲账面资产。与此同时，你在进行利差交易(carry trade)。利差交易基本上已经结束了。随着黄金价格的上涨，对冲者实际上不再对冲了，因为没有人想让他们进行对冲。中央银行在很大程度上停止了出售黄金。加拿大缺少黄金。在去年，我读到的资料说，全世界的个人现在持有的黄金超过了中央银行。如果不再有人工供给，如果你确实相信黄金，就像5 000年来一样，其将作为最后的货币，以及其最终的储存价值，黄金的价格将会上涨。世界上的货币在贬值，因为货币供给以两位数的速度增加。美国的货币供给速度几乎是一年17%，世界上多个其他国家的货币也以两位数的速度增加。这使得货币贬值，黄金价格上涨。南非尽管是世界上最大的生产国，生产的数量在减少。该国现在的黄金产量低于20世纪20年代。这让人难以置信。南非的生产形势会变得更加糟糕，因为他们都有电力问题。

对的，循环的电流损耗。智利有水的问题……

黄金是稀缺的商品，不容易找到。发现黄金的成本在增加。我访问了很多公司，我经常说，“哪里有人看起来像你，头上没有灰色的头发，在为矿业公司工作？”这样的人没有。采矿工程师不再会从学校大批出来。因此你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到业内有很多头发发白的家伙，这很好，但是很难发现人们为了经营自己的企业。人们喜欢矿业发现(Minefinders)[1]，该公司现在在墨西哥有股权，其将任何一个环节都外包给了合同商。你让技术成本和电力成本增加了。所有这些终将导致黄金的价格在长期内升高。

黄金不得不上涨，因为输入成本在上涨?

生产的边际成本在上涨。你永远有供求缺口。所有三个供求的人工因素现在都没有了。很多年来你第一次进入通货膨胀时期。我们在 20 世纪 80 年代初进入了通货紧缩时期。马上实施通货紧缩是很难的，因为你将让住房价格下跌，你还面临外国影响，人们转移到离岸中心交易，这是通货紧缩。现在随着中央银行印刷钞票，你将面临全面的通货膨胀。这对通货膨胀来说不是好现象。

一些人认为通货膨胀实际上为 7%、8%或 9%。

应该是这样。我发现很难相信世界上的每个政府都在做通货膨胀的假账。住房价格现在下跌了，不是在加拿大，而是在美国，小轿车的价格实际上没有上涨，计算机的价格没有上涨，所有你的大件商品实际上都没有上涨。

你做多的头寸大约有多少?

我们也许在 40%左右。

你一直在做多。大约有 40%的多头?

40%。尽管最大的 10 只股票的持仓量也许代表了一半的组合。

好的。因此，大约是 5%?

是的，我们现在很少有 6%或 7%。我们在过去 10 年中大约只有 6 次达到了 8%或更多。这几次操作实际上对我们都有好处。

你的多头头寸是 100%?

从一段时间我们持有的账户来说，我们现在平均大约有 115%多头，只是因为我们没有动力在这样的环境中吸收现金。我们在客户允许的情况

[1] 一家贵金属勘探开采企业，在美国和墨西哥拥有黄金和白银矿。在公司矿区的钻探表明有超过 300 万盎司的黄金储量和 1.65 亿盎司的白银。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，增量了少许杠杆。

因为你独立管理账户，你如何计算回报？

合并计算。我们遵循合并计算的规则。

好的，我认为没有其他问题了。

很好。谢谢。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺曼·拉玛奇

——挖掘黄金股



“我认为最重要的不是看到了多少机会，而是要有勇气去追逐。”

《环球邮报》(*Globe and Mail*)称诺曼·拉玛奇(Normand Lamarche)为没有人听说过的最好的共同基金经理。他的前街特殊机会基金(Front Street Special Opportunities)过去 9 年每年以 30%的回报率使其成为加拿大所有的基金经理中的顶尖人物。这样的业绩在超过 10 年的时间里给投资者带来的回报是多少呢？大约是其投资金额的 10 倍。对于你的退休储蓄来说不错了。这一业绩记录包括 8 年正的回报，只有 1 年的业绩是下降的，以及 2003 年 121%的回报。他的前街采矿业机会基金(Front Street Mining Opportunities)从 2005 年 1 月成立以来已经翻了 3 倍。我是如何知道的呢？因为我正好在其基金成立时投资了该基金。当然，资源类股票过去几年的表现不错，但是即便资源类股票最近没有这样的表现，诺姆也能取得这样的业绩。在为阿尔塔米拉做“分析师”工作时，他向弗兰克·默施报告工作。对日复一日的重复性工作感到不满后，他告诉弗兰克说他想管理资金。那是在 1991 年。诺姆管理着 2 只基金，其他的都是老基金。弗兰克和诺姆在交易席位前并肩管理资金，二者实际上的权力是均等的。前街资本(Front Street Capital)摆脱了那些两个人管理企业的投资业务的轮流执

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政状态。

在诺姆给自己从资金管理业务放了一个假后，他后来组建了塔斯卡洛拉资本(Tuscarora Capital)。该公司主要是一个专门投资小盘资源类股票、流通股和类似股票的资源性投资公司。让人吃惊的是，他和弗兰克再次走到了一起，组建了前街资本，这次两人的权力是均等的。诺姆自称不太合群，被很多人认为是“前街最难掌控的人之一”。这不是说他在打电话或很忙。他只是不想与分析师或销售人员说话。他更愿意在前街办公室的阁楼熬夜阅读报告。不要误会我，我有几次坐在阁楼上与前街的老板加里·塞尔克聊天。事实上那是一个非常舒服的消磨时间的地方。

我实际上是在温哥华能够俯瞰北岸山脉(North Shore Mountains)的我的办公室采访了诺曼·拉玛奇。他来温哥华做一些自己的研究，在一些部门做演示，讨论他对未来的看法。诺姆说话不多，非常谦虚，根本不像那些也许给你留下骄傲自满印象的对冲基金经理。诺姆已经足够富有，没有必要去工作，他仍然有节俭、务实和谦虚的声誉，而这是我在加拿大最优秀的投资经理身上看到的共同特质。

鲍勃：我认为首先要进行回顾。你第一次是如何进入资金管理行业的？或者说与你的家庭有一些关系吗？

诺姆：当然与家庭没有关系。这与我的家人的方向完全不同。但是我在渥太华用了几年时间学习经济学，一毕业，我就能够进入中央银行作初级经济学家。我在其研究部门工作。他们称之为项目协调单元(Projection Coordination Unit)。他们有一个很大的分析师团队，与拥有分析师身份和跟踪研究模型的海湾街和华尔街非常像。我是这个单元的一部分，集中精力确保适当地围绕经济模型运转。因此当消费增加后，你想确保 GNP 增加。我迅速意识到我的兴趣经常接近这里的工作，接近海湾街。我喜欢投资股票的想法，对我来说，中央银行部门的工作是进入这类企业的一个敲门砖。因此即便是在银行做研究，我也在研习我的证券课程，准备我的 CFA 考试，当你没有真的在那个环境中工作时，通过 CFA 考试是很难的。我在换工作时，遇到了埃尔塔米拉的人。我离开银行去蒙特利尔攻读金融硕士学位。在开始下一件事前，我让自己有一些放松的时间。我遇到了罗恩·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

米德和奥托·费尔伯(Otto Felber),他们当时在重组埃尔塔米拉——永远是一家固定收益公司——的管理层。他们基本上想重组公司。他们引入弗兰克·默施、威尔·萨瑟兰和菲利普·阿姆斯特朗(Philip Armstrong)。这是一家在魁北克的公司,他们想让我负责魁北克办公室的运营和资本市场营运。

我知道该公司有很多风险。这不是一家我真的了解的公司。他们给了我一个不能拒绝的要约,我估计最坏的情形是我能经常回到学校,攻读我的金融学位,最好的情形是我会逐渐了解公司的一些业务和一些人。我最后与弗兰克和威尔·萨瑟兰一起加入公司,开始时基本上是与弗兰克一起工作,在初期主要是做他的助手,做一些基础性的工作。他会派我去拜访一些有问题的公司。他想我向他汇报工作,但是他从来没有真的听我的报告。这就是典型的弗兰克。我坐在他面前,等待向他汇报我所看到的情况,电话响了,他会拿起电话。汇报的时间超过 3 个小时,随后我起身离开,在某个时刻,我真的厌倦了这样的生活,我想管理资金。这只是一些一直让你恼怒和担心的事。最后,有一天我对他说,“我们中午一起吃饭吧”。我真的没有给他选择。他只是看了看我说,“好的”。他问我发生什么事了,我说,“我想管理资金”。他说,“可以,这里有两只资源型基金”。当时埃尔塔米拉资源型基金(Altamira Resource Fund)有 320 万美元,我们还有一个类似的离岸基金,即欧比泰克斯(Orbitex)。当时我认为该基金有 1 300 万美元左右。他准确地说了这些话:“这两只基金就交给你了,管理好它。”那也许是在 1991 年,当时我真的开始管理资金。

你在加拿大银行工作时,你真的为自己投资过股票吗?

没有。我的意思是,在我成长期间有一些糟糕的投资故事。从这些结果来看,我也许应该离资金管理行业远一些。例如,我应该赌 20 世纪 80 年代黄金和白银的大牛市。20 世纪 80 年代,黄金的价格上涨到 800 美元或类似的价位?我记得当时我在读 12 年级的经济学,经济学老师告诉我白银将涨得更高。白银确实涨了一段时间,随后开始下跌,我的财富也难逃缩水的命运。

当时是囤积白银导致的大牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的。当时亨特兄弟在市场上囤积白银。我认为一个重要的教训是关注或真的提炼自己获得的信息。这个家伙基本上只是一个小镇的经济学教师，真的对白银一点都不懂。那是重要的。我认为在我们这一行，尤其是在被信息和观点淹没的环境下，你真的需要非常谨慎地更新信息的质量。每个人在业内都有压力，这也是当天结束时能够学到的最迅速和最痛苦的教训之一。

你记得自己投资的第一只股票吗？我认为如果你一开始的投资赚了很多钱是最糟糕的，因为你真的没有学到什么。

对的。随后你就看不到什么将会迅速犯错。有一家非常小的铜业公司，具体的名字我忘记了。它是亚利桑那州的一家非常小的酸沥滤公司。它就是艾瑞默科(Arimetco)，它的交易代码是 ARX，交易价格大约是 1 美元或类似的价位。该公司基本上在美国的储量很小，它使用相对较新的酸沥滤技术。它迅速投产。我对此感到非常兴奋。我记得他在中部沃尔温午餐会(Midland Walwyn luncheon)上进行了演示。我已经是一名股东了，他在招揽新的股东，基本上宣称他有更多的储量可以用来投产，因而有成长的机会。我记得从会场跑到了办公室，因此我能买入更多，我真的是跑回去的。我是如此兴奋，以致跑回办公室只是为了买入更多公司的股票。最终，公司的表现并没有像预期的那样，很大程度上是由于管理层的执行不力。那是这么多年以来汲取的教训，管理层非常重要，尤其是小公司。

从你在加拿大银行的经验来看，你在那里学到了很多经济学方面的知识，你认为更重要的是看宏观经济还是看个股？你认为自己是一名投资者还是一名交易员？

再次要说的是，你从时间的磨炼中学习。你从自己的经验中学习。你从自己的错误中学习。你从过去拥有的机会中学习。过去这么多年作为基金经理的经验越多，我越来越成为从上而下的投资者。事实是，我真的不想与人们谈论更多。我不与分析师谈论。我阅读他们的分析报告，我了解到了所有的信息。我不与销售人员交谈，很大程度上也是这个原因。很多人认为我是这条街上最难接触到的人。这不是因为我非常忙没有时间接电话，我只是不想和他们谈论。我更愿意躲在办公室的阁楼上，安静地阅读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是在阿尔塔米拉工作时期得出的经验之一。我们发展得这么大、这么快,我个人管理的资产最高时超过了20亿美元。这只是给了我更多的时间压力,我投资了太多的公司。我办公室的门是旋转门。每天有5家、6家或7家公司出入我的办公室。你只是没有时间思考。阿尔塔米拉和新公司之间最好的事是补假——一年的假期——基本上用来放松和花时间与孩子们在一起。这是我在此之后继续做的事。我不想被噪音所打扰。我认为重要的是,意识到我不必持有一切,所有成功的股票。我不必与自己做比较。我不必成为业内的第一。我不必战胜罗伊特。我不必战胜汤姆·史丹利。所有我不得不做的是担心我的组合和客户,并希望我能给他们带来回报。我认为这是我学到的主要的教训。

在能源板块,我用了我所有的时间,以及像彭博(Bloomberg)这样的多数信息来源,跟踪这个板块的发展。我也许不会对投资埃克森(Exxon)感兴趣,但是我对知道他们在做什么,他们在投资什么,他们在中东和非洲进行什么样的交易,诸如此类等感兴趣的问题。它让我很大程度上感觉到整个行业的成本结构以及回报的机会,这些机会终将分批成为我的现实。因此我的多数时间是在担心行业的形势以及业内公司在做什么。

你如何看待换手率?你的交易量很大或你认为你更多的是投资者吗?

我也许认为自己处于投资者和交易员之间。我当然不是买入并持有的家伙。我的组合波动非常大,我认为你经常在心中有目标价值,尽管你几乎每天需要重估这些股票。但是我非常激进地围绕核心头寸进行交易。我的换手率是对冲基金的2.5倍、3倍。

你曾经发现在加拿大以外的机会吗?我的意思是,澳大利亚的市场很大。帕拉丁资源有限公司在纳米比亚。

在很大程度上,资源类公司之间的相关程度很高。加拿大公司经常扮演领导的角色。资本市场经常处于前沿,实际上吸引着很多外国公司在此上市。其流动性经常非常好,因此我们的业绩——在很大程度上,与我们的重点——取决于加拿大的上市公司,它们在国际范围内开展业务。当我们没有投资国内公司时,我们去其他任何地方投资。例如,我们是基础设施和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能源基础设施公司的粉丝。我们投资在英国上市的公司,该公司只从事能源基础设施业务。它们建筑离岸钻井平台。但是你将不会看到我们真的投资外国市场,如俄罗斯的股票或中国的上市公司。我认为这些投资只是增加了我不理解而且我能够轻易化解的更多的风险。

你根本不使用技术分析?

是。

使用技术分析来决定何时买入或卖出?真的不是这样?

从来不这样做。

你认为这样的形势将持续相当长一段时间,只是因为缺少投入该板块的资本吗?

我认为当然有这种可能。导致目前这一形势的因素是长期性的,将会上涨更长的时间。这些形势很大程度上取决于需求因素,这些需求因素是由新兴国家对资源的饥渴所推动的,这些新兴国家的 GNP 增长需要很高的基础材料投入。与此同时,我们只是认为当你不再关注或进行再投资时,时间似乎经常会让你明白一切。我认为如果你听了国情咨文演说(State of the Union Address),他们提到了需要在国内重建我们的能源基础设施的必要性。我认为那将需要大量的资本支出。这不仅只是需求。我认为真正让我们感兴趣的是意识到我们无力充分进行足够的再投资来满足迅速增加的需求。这与相关的能源公司有很大的关系。

在石油板块,生产和储备变得更加重要。石油处在不友好的人手里,且开采很难,如果你确实进行了开采,成本也非常高。因此,总而言之,承担所有风险的公司现在的机会越来越小。坦白地说,采矿板块现在也遇到了这种情形。你看一下拉丁美洲,其左翼倾向非常明显。政府在考虑将很多自然资源国有化,使得西方公司投资变得非常困难,成本非常高。因此,所有这些将导致投资率下降。因此我认为这一次的上涨周期将超过我们见过的任何一次。

你记得自己盈利最多的一只股票吗?

在一只股票上盈利最多。我认为当你投资资源板块时,考虑到投资该板块的杠杆,从价格溢价中你能获得一些非常大的盈利。能够非常迅速地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到的一只股票是普罗非科。该公司由克莱顿·沃伊塔斯(Clayton Woitas)经营,他将复兴能源(Renaissance Energy)建设成为溢价发展速度最快、更有效率的天然气公司之一。复兴能源随后被出售给了郝斯基(Husky)。他大约5年前创建了一家新的公司,我认为他总共要发行5 000万美元或6 000万美元的股票。那是他将筹集的资金总额。从那之后,其他的股票发行没有达到这么大的规模。如今,他的资产负债表上有了现金。他用现金纳税。他一天生产大约18 000桶标准油——多数是天然气。公司现在实际上已经出售了,但是多数人认为公司的卖出价格是15亿美元或16亿美元。增值太大了。当股票开始以8美元的价格发行时,我认为随着时间的流逝,其在市场上的价格将在155美元左右,很多人认为每股的价格将会是170美元或180美元。

增长了20倍。你在能源成长型基金中持有该股票,是吗?

是的,我们的特别机会基金中也有。

你曾经投资过Bre-X吗?你能从该公司身上赚到钱吗?

没有。从来没有碰过这只股票。我也许比其他人更加幸运。是的,当我离开埃尔塔米拉时,Bre-X正在发展,当时这个故事正在变得人所周知。我将组合交给戴夫·泰勒后,就去休假了。我远离了市场,我远离了基本面,因此我只是不能利用任何一个类似的故事。你在投资一个非常激进的群体,我有不追逐可笑的故事的倾向,无论其走势正确与否。我只是在这只股票上非常幸运。坦白地说,我只是不知道自己如果还在管理组合将会如何操作。正如我所说的,我没有追逐只是火箭式上涨的股票的习惯。

人们创办了大公司后将其卖掉,然后开始创办小公司。因此当你投资一只股票时,你会更多的关注管理层吗?管理层真的重要吗?

100%重要。我的意思是,公司越小,管理层无论好坏,对公司的影响越重要。小公司有活力,在小公司中,发现能产生实质性的影响。因此你真的不得不集中精力跟踪它们。我每年会与他们坐下来谈6次、7次或8次,只是为了了解最新的经营状况。我从来不对我的任何会见做笔记,但是我努力经常拜访公司,以便我不时提醒我自己,而且可以让我自己随时了解公司的好坏。有时,你只是收集那些危险信号。你持有的股票表现出来你不喜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欢的方面，在某一时点，你将决定你想出售还是只是想收集更多的信息。

因此，管理层在小盘股中是最重要的？

绝对如此。尽管在今天这样的环境中，发现好的管理层很难，且代价不菲，我将不再局限于这个方面。甚至好的管理团队获得大量的机会也变得更加困难。石油板块是非常昂贵的。因此我们实际上没有寻找我们所谓的"盲资公司"(blind pool)[1]：好的管理团队、没有机会，但是有转让的想法。我们有好多年没有这么操作了。

你如何卖空资源板块？

这是一种思路的调整，因为你受过的培训总是利用故事顺势操作，进行买入或不买入的判断。你拥有伟大的工具时不得不保持更加开放的心态，因为你不会利用会见中得到的任何信息。你只是利用伟大的机会从事同样的投资。你可以买入，也可以不买入。你实际上可以卖出，也可以进行配对交易。随着时间的流逝，你只是发展了一门技术。

你曾经进行过这样的操作吗，做多自己喜欢的股票，做空石油和天然气指数或矿业指数？对冲的想法是你想让自己的回报来源于你的技术而不是市场。

你能使用很多不同的策略。例如，你现在进入一个商品价格将长期上涨的环境。你处于成长阶段，你想投资那些有伟大的超过埃克森或很多超级大公司的增长速度的能力的公司。一个策略是不对冲，做多很多管理良好的成长型公司。如果你真的不想让组合增加更多的敞口，你也许想卖空一些老牌公司。这不是一个完美的策略。从长期来看，它会起作用；从短期来看，它不起作用。但是这个策略创造了一个新的工具，一个成长型工具，没有商品或贝塔敞口。

我不知道你是否能够将脑海中最常使用的投资规则讲出来，但你是否能够说出三四条你经常遵循的用来看股票或管理组合的规则？

---

〔1〕又称空白支票公司(blank check company)。空白支票公司一般是指为了与其他公司合并而设立并发行过股票、拥有一定股东基础的壳公司。空白支票公司没有任何业务，只在银行户头上存有现金，是纯粹的净壳。盲资公司的股东大部分是一些抱赌博心理的小投资者，投资于盲资公司的目的就是希望公司能找到合并方，从而自己能从股价飙升中获取暴利。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你看整个过程，我认为要相信你的本能。我们在某种程度上都有长期开发的工具。我认为你采访的很多伟大的基金经理，如默施、罗伊特或像斯珀特这样的人，与普通的投资者相比，在下不同的赌注。那是因为他们相信自己的技术，他们愿意投资于不受欢迎的股票，并坚持下去。我认为这很重要。很多人对形势或公司有同样的本能的感觉，然而他们害怕自己变得太与众不同了。他们害怕失误，你采访的很多人不害怕失误。我认为常识对我们公司大有帮助，正如任何其他企业一样。显然，你不得不做自己的工作，你遵守纪律，你对机会和风险持现实的看法。相信你所受到的培训，这真的很重要。思考，有时间进行思考，然后做出反馈。

你认为有哪些非常好的书籍呢？

我不是一个阅读太多无聊的书的人。当我休假，在泳池里或与孩子和同事在海滩上时，我会阅读研究材料。

你在埃尔塔米拉管理很多养老基金？

这是我们公司的很大的一部分业务。我认为我们最多时管理着80亿～100亿美元的养老基金。公司自然熟悉我们、我们的顾问，以及养老基金行业本身。说到这里，我们还没有发现真的有必要去追逐养老基金业的子群体。

基金中的基金真的不是粘性很强的资金。如果你的表现不好，他们会迅速抽出资金，这真的很不幸。

是的。我发现趋势的粘性要小得多，无论你是谁，你是否是散户或机构，基金中的基金还是养老基金。每个人都在看着表，他们现在比以前更加看中短期的业绩。

韦恩·迪恩斯说他在解雇一些养老金客户，因为他获得的报酬是养老金资产的0.25%或0.5%。他说，“我能为零售客户赚1.5%，如果我的业绩不好，他们不会每个季度抱怨我”。

是的，我认同他的观点。

让我们谈谈基金之间的差别，如矿业机会、特殊机会以及加拿大小盘股基金之间的差别。

好的。两只小盘股基金在某种程度上的选股非常广泛。正如你所说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中一只小盘股基金是特别机会基金,我管理这只基金好多年了。它们的投资风格与哲学不同。小盘股基金是主题驱动型基金,你将确定那些推动经济活动——将促进销售额和利润的增长——的主题。这只基金很大程度上是一只从上到下的基金。我们的公司很喜欢这只基金。我是一位从上到下进行投资的人。我花费大多数时间担心正在发生的事以及发生作用的力量。如果你能够确定这些主题,你的选股就会变得非常容易,因为当趋势来临时,将使很多股票上涨,这使选股工作在某种程度上变得容易很多。

例如,我不喜欢埃克森,因为它的增长不依赖于自己的发展。我确实关注他们在做什么,他们如何投资及其投资成本,因为这给我预测我的股票价格在长期的表现提出了暗示。我使用很多来自行业、政府的这些观察来确定机会的基调,把握供求形势,更重要的是,成本结构如何。一旦你明确了这些机会,由下而上的工作就开始了。随后就是你选择股票的问题了。例如,如果你喜欢我们在北美投资的天然气板块,就有一个公司偏好——我称之为深脸盆(deep-basin)型机会或销售——的问题。例如,杜宛内(Duvernay)将在缺少地质风险的地方有很多可以预见的投资,公司将更多的面临及时完成投资和生产的形势。阿尔伯塔省对我来说没有问题。如果我打算投资天然气,我会看在英属哥伦比亚之外进行经营的生产商,如果有,就是萨斯喀彻温省(Saskatchewan)或美国。在得克萨斯州、俄克拉荷马州和路易斯安那州,有一些伟大的公司在追求更深的页岩开采天然气。从上而下的分析确定了正在发展的机会和主题。

也有一些次主题可以从中衍生出来。例如,我认为有很多有趣的技术现在正在开发中,将会为石油公司创造出巨大的机会。我喜欢这些技术,因此我在选择深入开发这些技术的公司。如果很多地层深处的天然气机会需要大量的裂缝分析服务,我看到了从事这一业务的长期性。我想投资提供这一服务的服务公司,如特里肯(Trican)、卡尔弗雷克(Calfrac)和从事水平钻探服务的公司,或为水平钻探提供引擎的公司。因此,这些次主题是我关注的重点,随后我就进行跟踪。

在石油和天然气领域,任何事在很大程度上都不是传统的。所有的传统业务做得已经够好了,是吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝对如此。我认为在北美的传统业务以及在盆地里开采的大多数企业都很艰难。技术确实在演化,增加了成功的可能性和机会。当一天结束的时候,北美单油砂就有很多资源。这不是传统的资源,但是有很多开采石油的方法。因此你首先想拥有资源。其次,关注新兴技术,例如,其是否是一家像石油数据银行的公司。我认为石油数据银行的从端部到根部注空气提高采收率(Toe-to-Heel Air Injector,THAI)技术有非常好的机会。他们在麦克默里堡(Fort McMurray)使用了这一技术。我认为对一家在地层深处开采石油的新公司的成本而言,该技术是革命性的。我认为在某种意义上,它是《疯狂的麦克斯》(*Mad Max*)[1]的世界。你想拥有资源。你想拥有超级油轮,因为没有它,你就不能经营你的工具。至于资源性公司,你需要资源来推倒成长,那就是目标。一个主题是这就促使我们的组合的资源板块比重更高,无论其是技术材料、能源还是其他。

国际能源机构(International Energy Agency)在 1998 年第二季度得出结论说,也许石油的供给赶不上需求。他们经常在说,“噢,没有问题。在未来 10 年或 15 年,我们将每天获得 1.16 亿桶石油”。现在,他们突然说,“天哪,也许这样的情形将不会发生”。为什么他们不像其他聪明人在几年前就看到这一情形,而要用 5 年的时间呢?

因为他们看到了证据。首先,他们没有看到开采量的增长。我认为他们不相信其原先的假设。你们团体中的一些人在谈论石油顶峰论。我自己不完全相信这一理论,但是我认为石油顶峰论从多个角度来说是真的。最终的结果是一样的。最终的结果是,石油的供给增长速度没有想象中那么快。该理论认为我们已经发现了大部分比较容易发现的石油储备,且这些储备正在下降。有一些因素与之有关,这没有问题。我认为推动能源价格上涨到今天的价位的较大的因素不是地质问题,而是地缘政治问题。我们不想看到委内瑞拉所发生的事。

---

〔1〕《疯狂的麦克斯》是一部三集的系列电影,也是人们所说的《澳大利亚科幻公路片》,导演是 George Miller(乔治·米勒),主演:休·基斯一拜伦 (Hugh Keays-Byrne),梅尔·吉布森 (Mel Gibson),琼妮·萨缪尔 (Joanne Samuel)。电影的剧情从表面看不过是一部汇集暴力和梅尔·吉布森的精彩表演的动作片,可影片的背后却隐藏着石油危机,那个时候,人们对石油没有丝毫的危机感,觉得从地下可以轻易索取这黑色的液体,并取之不尽。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当弗兰克·默施和我在阿尔塔米拉工作时，委内瑞拉的石油产量是今天的2倍，我们除了赶上这个世界上最伟大的商品繁荣周期外一无所有。委内瑞拉，如果你加总其石油资产，按照石油资源衡量仅次于沙特阿拉伯，排世界第二位。因此，为什么在我们一生中能源最伟大的繁荣中，委内瑞拉的产量会减半呢？为什么处于富产石油地区的印度尼西亚现在变成了石油进口国呢？答案是苏哈托(Suharto)执政的20年间不鼓励投资。答案是委内瑞拉的查韦斯(Chavez)在超过10年的时间里赶走所有的经理人，对石油资产进行国有化。你看到埃克森、英国石油(BP)、壳牌(Shell)在俄罗斯付出真金白银开发储备和资产后，俄罗斯对其股权进行半国有化的影响。政府现在介入了石油的开发，改变了规则。阿根廷是这样，阿尔伯塔省也是这样。现在你看到阿尔伯塔省的投资在下降。为什么？因为政府拿走了所有开采出来的石油。在阿尔伯塔省，你看到资金流出后进入英属哥伦比亚、萨斯喀彻温省或国际市场。为什么？因为政府在挤压公司的利润，他们从阿尔伯塔省石油板块中拿走的净利润现在等于中东部各州。因此埃克森在我们今天这样最疯狂的商品世界的再投资很难。这不是因为缺少储备。

如果哈萨克斯坦政府不明确将会参与石油利润分成，埃克森将会在该国投资2 500万美元，是吗？

确实如此。因此你会在今天的厄瓜多尔耗资40亿美元修建铜矿吗？你会在今天的刚果耗资100亿美元修建基础设施吗？你会短期内再投资委内瑞拉吗？你会短期内再投资俄罗斯吗？答案是不会。这不完全是地质学上的石油顶峰论，这是地缘政治上的石油顶峰论。这样的情形会改变，但是直到我们有一次真正的经济衰退迫使政府发生改变，否则不会改变。这在某种程度上已经发生了。阿尔伯塔省政府已经回来了，在某种程度上采取了一些补救措施。即便是俄罗斯政府现在也在谈论降低税收或增加国内价格以再次吸引投资，因为产量翻番了。有传言说阿根廷政府希望放松一些去年实施的措施，这些措施规定不论发生什么情况，公司的石油定价最高为每桶40美元。石油的价格能涨到1 000美元，公司仍将以40美元的价格获得石油，与此同时，公司的成本每天都在上涨。我们过度集中讨论政府贪婪的一面。因此也许要进行一些回顾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记得 20 世纪 70 年底刚果所有的铜矿吗？随后政府开始将其全部收归国有。

政府的贪婪是经济形势的函数，现在其又回到了顶峰。所有这些条件在 1998 年和 1999 年成熟，当时所有的新兴国家因货币贬值而实际上破产，这使得石油价格和新兴世界的经济下滑。石油价格处于 10 美元，当时委内瑞拉政府对企业持相当开放的态度。俄罗斯政府拖欠国家货币基金组织的贷款。他们也对西方公司持相当开放的态度，以非常有吸引力的条件提供一切，现在形势已经改变了。因此你是对的，在某种程度上，这也是有周期的。

罗伊特对我说，"当分析师开始提高他们对这些商品价格的预期——是否仍将保持高位——时，股票的价格只会上涨"。这样的情形发生了吗？这些因素是否已经融入了基础金属股票的价格走势中？

分析师经常姗姗来迟，他们经常是事后诸葛亮，他们经常报升。他们对实际情形的了解经常低于实际的行业参与者的了解。如果你问布鲁肯希尔公司(Broken Hill Proprietary Company Ltd, BHP)他们对镍价格长期走势的看法，分析师仍然坚持长期价格低于每磅 5.50 美元，一些人认为会最高达到 6.00 美元，或维持在不久前的 3.50 美元。多数公司会告诉你，他们将建设绿色生产能力，长期价格为 5.00 美元或 6.00 美元。上述言论只考虑了建筑这些设施的成本、运营成本和能源成本，在这些条件下是不会起作用的。市场如何为资产和产品、现金流和相关的生产成本进行估值，与这些公司股票估值的折扣，以及引入绿色生产能力的真实成本间确实有大的差异。因此，你在某种程度上不会得到很多的投资，我认为这也是你将会在未来 20 年在采矿业看到更多并购活动的原因。这一情形已经发生了。你持有的大公司，如斯特拉塔公司(Xstrata)，你从来没有想过它们会受到并购的影响。这些世界上最大的资源公司受到了并购的影响。谁会想到这些呢？在我们决定建设矿场前，会寻找方法进入下游的好公司、中型公司以及初级公司。按照今天的商品价格衡量，自由港(Freeport)交易价格为息税、折旧摊销前利润(EBITDA)的 4 倍，与出去找刚果建设矿场——不知道真实的开发成本、谁的政府将执政以及未来四五年谁将执政——相比，现在买入自由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

港很便宜。

为什么埃克森用整页的广告说石油的价格真的应该在50美元？他们持续地谈论石油价格的下跌，并说基本面不支持目前这样的价格。为什么埃克森会这么做呢？

因为他们面临政治团队的巨大压力。他们不得不保护自己。目前的盈利能力对他们来说在某种程度上正好，但是事实上他们没有控制石油价格。众议院和参议院的人盯着他们，一般人相信或至少是怀疑这些家伙在某种程度上控制、操纵或推动石油价格走向更高的价位。但是事实是他们没有控制或操纵石油价格。埃克森的现金流是创纪录的，但是他们会告诉你企业从来没有这么艰难。他们会将这些现金流投到哪里呢？他们的产量逐年下降。事实上，大公司的产量是逐年下降的。像雪佛龙(Chevron)这样的公司，其规模相当于OPEC国家的石油储备有8年是下降的。因此你不能告诉我这些大公司的前景是光明的。

墨西哥现在很恐慌，因为坎塔雷尔(Cantarell)油田的产量每年下降10%～15%，他们在10年里没有对其进行任何再投资。他们现在处于恐慌中，因为他们的收入下降了。他们将对该油田投入一些资金，对吗？那也许是世界上所有第三世界国家都有可能发生的情形。

因此是石油顶峰论或地缘政治问题使然？就墨西哥而言，你的说法是对的。国有石油公司墨西哥国家石油公司(Pemex)获得了现金流的一小部分。其余的给了墨西哥政府。如果他们能够获得所有的现金流，他们还能不能进行再投资，也许会找到更多的石油储备，开发更多的石油储备，抵消更多的储备下降所带来的影响？俄罗斯也面临同样的问题。中东也面临同样的问题。阿根廷也面临着同样的问题。这再次要归因于地缘政治石油顶峰论而不是地质学。

黄金的价格下跌了一些，但是其仍然维持在920美元左右。黄金股票只是维持不动。为什么会这样呢？是因为黄金公司真的不赚钱？

部分是这个原因。你曾经记得黄金公司赚过钱吗？[笑了]

成本太高了，是吗？

成本在上涨，成本的上涨是对能源、材料和货币的反应。成本是对上述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有因素价格上涨的反应。这也告诉我们商品价格将维持高位更长的一段时间,因为企业的真实成本在上涨。当你持有像巴里克黄金公司这样的股票,他们因为成本失去控制已经停止开发,这是金属的又一个问题。另外一方面,投资者的模型中没有为黄金的长期价格定价 930 美元。他们的定价要在某种程度上低于 930 美元。因此,供求都会有一些问题。有对成本的担心,也有对商品缺乏持续供给的担心。从外往里看,只要看一下供给的趋势,没有进行太多的再投资。就黄金而言,供给很多年没有增加,成本在上涨,因此这就告诉你商品的长期价格趋势了。我没有对美元进行任何评论。我不需要这样做。我只看基本面,供给和需求的成本,以及那些完全依赖于基本面的因素。

你认为这个商品周期还会持续四五年吗?

我认为是这样的。整个行业的发展没有多大的变化。你在未来四五年可以看到一些经济周期。你将面临一些经济问题,2008 年的经济危机由整个信贷问题——已经延伸到实体经济——引发,这也许会在一定程度上降低新兴国家经济的增长速度。你将会在像中国这样的国家看到很多经济问题,无论是与天气相关的,还是与飓风或地震相关的。在一天结束的时候,你将看到新兴世界向世界提供大量的劳动力和产品。我认为你将持续看到很多效率提高了的经济活动。他们的增长类型仍然是非常原始的,他们将消耗很多基础材料,尽管西方世界在某种程度上将持续脱离这一增长类型。在日本,石油需求在 20 世纪 70 年代达到顶峰。如今,他们消耗的石油要少于其 30 年前,日本是世界第二大经济体。如果有人在 30 年前告诉你日本是世界第二大经济体,其在未来 30 年的石油需求将逐渐减少,你也许会卖出你所有的原油期货,随后担心供求状况。无论如何,世界是在发展的,我认为未来也会如此。我们会变得更有效率,我们会更保守。我们会在消费世界变得更聪明,这在某种程度上会被发展水平更低的国家所抵消。如果控制石油的国家——80%的石油储备在俄罗斯、中东和欧佩克国家手中——不真的改变他们的行为,供给的增长速度不会太快。这也是国际能源机构最终在某种程度上理解的地方。石油因为这个原因也许会维持高位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你如何对核心头寸进行交易？你提到你不使用技术分析。

我倾向于更担心宏观经济、发展态势和仓位。我在交易席位前用去了很多时间，观察周围发生的事。这也是我对自己特征的描述。

你和弗兰克经常在公司交换想法吗？

我们座位相邻，因为这是一个活跃的交易席位。我们共用同样的席位、组合经理和交易员。我们不经常达成一致，但是我们确信对浏览的股票进行了很多争论。我们每天都有晨会，我们中的每一个人、分析师、经理、交易员都要求说至少一件前一天他们遇到的事。可以是前天他们遇到的公司、会见的人或他们认为有关的形势或新闻。我们努力迫使这些融入行为中。但是我们努力使投资变得尽可能公开。说过了以后，就是弗兰克管理他的基金，我在当天结束的时候管理我的基金。因此，我们确实在谈论。

你认为你的本能有多么重要？很多人说，“我只是有这种很难量化的感觉”。

我认为每个人都有本能，基金经理所不同的只是他们使用本能的方式。多数基金经理属于这样的群体，我认为他们的特征是他们都很主动，且相信自己的本能。本能是一个使用很广泛的术语，但是它真反映了他们多年来受的教育、研究、历史以及他们在市场上经历的痛苦和机会。这使得他们在看到某种形势时产生了本能的判断。像罗伊特、埃里克以及你采访的这些人不害怕投资于他们看到的机会。很多人害怕投资的方向转移得太厉害，以防他们自己犯错。

我采访的这些人中，除了罗伊特，都在管理他们自己的公司。我经常想在一个大公司的组织结构中，如果你越位得太远了，你就不会拥有一份工作太长时间。在小的所有者管理的公司，当你的表现远低于指数时，或发生类似情形时，你也许有时间，你不必真的太在乎这样，因为你在管理你自己的公司。

这也许是人们只是倾向于他们自己的公司的主要原因之一，因为他们能够跟踪自己的想法。我认为你的说法是对的。每个人都有本能，面临类似的一系列事件时，多数本能不会有什么不同。我认为如果你问 20 名基金经理组成的群体，在看到一定的情形时，他们的本能告诉他们什么时，答案

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许会惊人的相似。尽管行为是不同的。一些人会全身心地投入其中利用这一机会，一些人则会保持谨慎，一些人则不会采取任何行动，直到他们看到了进一步的证据。我认为最大的不同不是有多少人看到了机会，而是有多少人有勇气或坚定地去跟进。

你认为行为金融学有多么重要？我几年前在美国全国广播公司财经频道(Consumer News and Business Channel ,CNBC)看到一名对冲基金经理，他说的话让人难以置信。他说，“我的工作是将人们的钱、普通人的钱转出他们的账户，我将这些钱转入我的账户，因为他们犯了愚蠢的错误”。我认为这些话很刺耳，但是也许是对的。

当然，在某种程度上是这样。个人有望不得不做一些工作以确保他们的投资能够在基金经理与类似的事情上进行充分的多元化。很难与罗伊特和埃里克这样每天都在做研究的人进行竞争。如果你是在工作日进行全职工作的个人或零售投资者，你怎么能够与他们这样的人进行竞争呢？你没有同样的信息。

因为市场是一个大的拍卖场，对吗？如果你买入股票，其他人在卖出股票给你，因为他们认为买入该股票是一个糟糕的交易。

这是一个拥有竞争优势的问题。工作最努力和最聪明的人将有优势。

再次说一下你如何选股，我认为杜宛内是很长一段时间你喜欢的股票之一：你喜欢公司哪一方面？为什么你买入该股票？为什么你还会继续持有它？

当然，这是持仓量比较大的一只股票。一开始是因为它的管理层。我多年来投资了很多公司，看到很多公司倒闭。它们的共同问题是管理层。能够发现机会的管理团队会胜出。当时机来临时，管理团队将会带你走出困境。这是我多年来学到的经验和教训之一，一分价钱一分货。我愿意为素质优秀的管理层支付较高的溢价。有时价值链上会出现一些股票便宜的原因，素质高的管理层会为投入的资金带来更高的价值，这意味着他们的资本成本较低，只是突出了他们在整个博弈中的地位。这也是我开始投资该公司的原因。你提到了杜宛内。开始时因为我了解他们，了解他们在伯克利(Berkeley)所做的事。他们也许是北美最优秀的开采团队之一。这些人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很优秀，很专注。他们工作很努力，他们将自己的很多钱投入到了公司中。他们不知疲倦，他们经常似乎能够比其他人早几年看到伟大的机会。

[杜宛内被以 80 美元每股收购，是 2008 年股市表现最好的股票之一]

让我们谈谈 4 年一次的商品周期，有很多的供给，供给已经超过了需求。作为资源投资经理的你，如果我们回到 1982 年，你将如何开始赚钱？

我认为你不得不关注这一点。你经常想经济活动的情况，并对此表示担心。它让你彻夜难眠。相信工业革命将持续很多周期是不错的，但是你也担心供给的反应。供给充足吗？供给会超过工业革命衍生的需求吗？它会打压商品的价格吗？

这又回到了宏观经济视角。作为长期投资者，你想投资哪个板块？只是因为多伦多证券市场(TSE)恰好有 10 个板块？但这并不意味着我要持有它们。我想投资那些我认为你会看到有适当的经济活动的板块。当我看这个超速增长和过度开发环境的世界时，我看到了很多事情在我们今天的这个世界发展，石油价格只会创造一些政治、地缘政治和经济问题。它促使人们需要替代能源，促使人们需要绿色能源。

这些都是会持续吸引投资的领域。如果绿色能源发展更好，我认为我们作为一个社会将促使我们的政府在全世界推广《京都议定书》。消费者将想要《京都议定书》，社会需要《京都议定书》。污染在长期内将成为一个大的问题。

因此碳排放是你下一本书要谈论的重点，碳排放也是我们今天投资的企业之一。例如，我们组建了低碳发起人(carbon originator)团队，将投资于这个行业，投资于降低碳排放的技术或工艺，以及由此衍生出的碳排放额度(carbon credit)。因此那是我们作为投资者从今天开始的数年内公开讨论的话题。那是未来投资的主题。水也是一个问题。

对我来说，所有这些因素你都能从宏观经济中提取出来，并将其确定为吸引资本的重大主题。那是我想投资的领域。我没有必要担心房地产。我没有必要担心银行板块。你也不会看到我投资这些板块。因此组合将集中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资于我所看到的经济活动。

就小盘股基金而言，你之前拥有过非资源类公司。你持有一些技术公司。当你感觉合适时，你增加过一些公司吗？或者说你将更集中投资资源类公司吗？

我没有持有过银行股。我直到最近也没有投资过银行股。如果你相信这一点，我在小盘股基金中买入过五大银行的股票。

真的吗？

当全世界所有的中央银行一起推出降低利率和放松非利率措施，旨在为银行和非银行金融机构提供承兑票据和从贴现窗口贷款的机会的时候，我买入了银行股。对我来说，那是我需要看到允许金融机构修正自己的问题的所有措施。信用市场对所有的参与者都冻结了，银行家贷款市场也冻结了，这实际上使得当天结束的时候整个行业都很艰难。有能力从中央银行以非常有吸引力的价格借款，为他们存货中质量较差的票据提供担保，将使得他们有机会重建其盈利能力和股本基础，这从长期来看对他们开展业务是必要的。

因此我们最近在几个月前买入了银行板块。直到那时，我从来没有在组合中持有银行股。直到最近，银行股是让我感到不太舒服的板块。

既然你处于这个行业中，你认为自己犯的最大的错误是什么，可以是一只股票，也可以是一个主题？

这个名单太长了。我有很多情形因为多种原因而输得很惨。当然在过去共同的因素是无力在某种程度上信任自己的本能。当你的本能告诉你情况没有这么好，你应该相信你的本能。就股票而言，这要归结为管理层的执行能力。在管理小盘股基金这么多年以来，大的错误是买入私募的印度汽车公司(Indian Motorcycle Company)，该公司有伟大的概念。在非常强劲的北美市场上是哈雷戴维森(Harley Davidson)，该公司每年以常规的速度增长，以一个没有竞争的产品经常超过分析师的预测。

这里有一群来自汽车行业的季节性行业专家聚集到了一起，经过融资带来了印度品牌，该品牌在 20 世纪 40 年代和 50 年代与哈雷戴维森共享市场。它有品牌，品牌对大多数公司来说需要用几代人的时间才能创立。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此你一开始就有品牌，产品本身因为企业破产已经离开市场好多年了。我召集了一群投资者为其融资，最终失败了。该公司最终一无所有。在结束的时候，概念是好的。你有成熟的老兵，但是执行抹杀了公司。我们所有人都怀念重新创造和建设汽车公司的艰难。这不仅需要制造能力，还需要维持所有部件的流动资金。你不得不在世界范围内建设能支持产品和所有其他事情的经销系统。其经营非常困难，只是不停地需要资金。最后，我们只是停止投资了。有时候，伟大的概念、伟大的想法、伟大的主题、伟大的产品、拥有知名度和投资者的行业领袖加在一起，仍然不能起作用。我今天也许犯了同样的错误。

你个人生活中有些事对你产生影响，并使得你成为更优秀的投资者吗？当你还是个孩子的时候，你投资过企业吗？

从开始起我就习惯于业务导向。我想我们中很多人都有工作，无论是发布报告还是作为新手为小企业工作。不管它是否是街头出售草莓酷爱(Kool-Aid)的小店，我经常在某种程度上思考如何赚取额外的美元。在这个行业很大程度上要研究人类的本质。在某种程度上每个人都心怀叵测(axe to grind)。大多数来到我们办公室的 CEO 的天性是告诉我们，我们想听到的，无论他们是否相信自己的机会。很多这样的人没有告诉我们很多信息，因为他们害怕告诉我们坏消息。多年后，你倾向于在某种程度上了解人性，至少就企业而言，你变得持有怀疑态度。你怀疑生活中的一切。当今天有人进入我的办公室，我不相信他们。你想相信他们，但是你需要长时间内做很多必要的工作，你才能建立对他们的信任。

因此，你在某种程度上是一名调查记者？弗兰克在你为他做分析师工作时，他从来不听你的。我认为这是我听到的有趣的故事之一。

你从观察弗兰克中学习，无论是其在开会还是他如何看待他的投资。不关注他说什么，关注他做什么以及如何做，你会学到更多。例如，在阿尔塔米拉，所有人都是在 20 世纪 80 年代末和 90 年代初进入公司的。有一些人离开了，在离开阿尔塔米拉后做得不错。

我认为尽管我们真的没有必要作为一个业务单元工作，作为一个团队集体管理资金，这创造了一种竞争和努力工作的氛围。那是人们离开那里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的原因。

巴里·艾伦。

例如巴里·艾伦。一个伟大的家伙。威尔·萨瑟兰。

戴夫·泰勒也做得非常好。

当然戴夫·泰勒也做得不错。还有不少人。我再次认为那里的环境竞争很激烈。

就你多年来在市场上的经验，你认为普通投资者犯的最大的错误是什么？

经常是情绪化、恐惧和眼泪。我们被自己所束缚。你不得不相信这些本能。当事情看起来肯定或否定得过头了，你不得不让一些事以后进行讨论。这有时候是痛苦的。例如，当你卖出的时候。你看看铀的环境，直到1年前，投资这一板块还是非常流行的。这让人沮丧，因为你每天都在卖出一些股票，次日其甚至涨得更高。有时候这就是你不得不做的。你不能持有价格上涨的最后1美元。你从来不会足够聪明地抓住底部，因此你以低于平均价格买进。这似乎是一个伟大的概念，但是这么做是很痛苦的，因为你在抓锋利的刀，当没有人想要买入的时候，你买入。这需要勇气和很长的时间，当投资者没有我们想象中那么有耐心时，在这个世界进行这样的操作是不容易的。我认为投资者一般来说是短期导向的。

因此，你会以低于平均价格买入。当经纪公司的分析师报告说他们得出了目标价位，他们经常是指短期的价格。

我认为我们都心怀叵测。他们想看到活跃的交易。那是你观察多年后得出的结论，你真的不想进行活跃的交易。就我而言，我不与很多人交谈。很多人都在某种程度上认为我是海湾街上最难相处的人。这不是因为我不想与他们交谈，而是因为我努力尽可能地远离噪音，因为噪音通常是与企业的主张相关的。从我的角度看，我感兴趣的是他们不得不从新闻和研究的视角提供的东西。你接受基本的事实，你只是在某种程度上去除你认为过时的东西。你用它作为事实，随后你倾向于得出自己的判断。我倾向于自己进行很多的会见，我在会议室花了很多时间会见公司代表。

1996年在阿尔塔米拉你为什么进行公休？公休是否已经讨论过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了？

因为我认为我需要休息一下。有一段时间公司增长迅速，取得了很多成功。公司管理的资金从弗兰克和我在 1987 年加入时的 2 亿美元大幅增加到了我 1995 年离开时的超过 160 亿美元。以我当时的年龄来看，委托管理的资金量没有什么了不起。我真的无法主宰我自己的命运。我是公司的一个小股东。主要的原因是我需要持有更多的股份的事实。那是不可能的。公司关照我们，但是在最后离开的时候，我不拥有它。因此我需要去能够主宰自己命运和所有权的地方。离开一段时间，思考所有这些事是一个很好的机会。

你的个人生活并不奢侈。显然，你已经拥有足够的钱，不需要你去工作，为什么你还要继续工作？弗兰克也处于相同的情形，是吗？我在本书中采访的每个人都面临相同的情形。

是的，弗兰克准备在屏幕前做到死，我们将不得不把他从办公室搬到棺材里。有很多人会这样。有一天，我会告诉你，你感觉与此不同。你在想，“为弗里克(Frick)干活有什么意思呢?”因为有压力，经常不愉快。有一段时间人们问你，你问自己，形势不好，你在想，“你知道什么？我只是没有赶上这件事”。有时你希望你已经退休了，享受所有的以前劳动的果实。

但是你活得比这些事长。最终的结果是，不管好坏，这是一个人们喜欢的行业，自己享受这么做。我们公司的人现在还很年轻，我认为我们还有很多事要做。

罗伊特说，“对我来说成为基金经理很难。有两个星期的时间我厌倦了这样的状态，有两个星期的时间我喜欢这样的状态。随后我就不知道该如何看待自己了。因此这也是我继续工作的原因”。

他是海湾街上最勤奋的家伙。

这么多年来你有哪些有趣的故事想与我们分享？

如果你投资这个行业，你就要进行很多旅行——在世界上交通不方便的地方为考察采矿企业或能源企业进行旅行。考虑到我们面前的形势，我们中很多人都乐意掐一下自己，以证明我们还活着。对我来说，在纳米比亚访问海洋钻石勘探企业和沿海企业是一次类似的旅行。他们称之为象牙海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

岸(Elephant Coast)。那里有很多船靠岸并将其作为基地，因为那里是世界上最深的水域之一。如果你想进行弗里德兰(Friedland)那样的旅行，你将乘直升机降落到船上，那是进行弗里德兰那样的旅行的正确方法。我们的公司发展程度要低得多，船无法停靠直升机，因此我们乘的是小船。当时我们面临推进 5 英尺，下一波海浪将让我们回退 10 英尺的情形。看来永远都无法靠近船了，尤其是在深水区，且没有救生衣的情况下。直到今天想起来，这都是最可笑的。那也是我们旅行中遇到的最危险的情形。

最糟糕的是从小船登陆到船上，他们基本上从甲板上扔一个绳梯过来。这些海浪拍打着你，每次海浪过来，你的小船就会偏离船，随后会把你吞没。因此当你决定登绳梯的时候，你会看看脚下，你的小船已经离开了。有三四个海浪在追赶你。我抓住了绳梯，不让它离开，顺着梯子爬上去，那里的水更深。我们最终花费了整整 20 分钟，因为暴风雨就要来了。

这些也许是基金经理不应该为投资者做的。

你用自己的一生来为你的投资者服务。这很好。

不是，是那句格言：经理不会被公共汽车碰到(manager getting hit by the bus thing)。有更好的方法管理你的组合。我们今天不那么做了。

你买那只股票了吗？

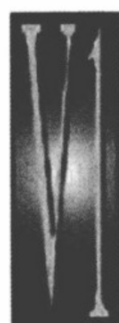
没有。事实上，负责进行那次旅行的经理一般会忘记那些日子的经历。我们从来没有买入这只股票。我只是庆幸自己回来了。还有很多的故事不值得重复。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·席森和杰夫·麦科德

——用套利的方法来获利



VERTEX ONE
ASSET MANAGEMENT INC.

当我从自己在温哥华的办公室散步，大约 10 分钟后到达顶点第一(Vertex One)的总部时，温哥华的这一天天气很好。“谁是顶点第一？没有人听说过他们”。当我提到这一来自温哥华的公司是加拿大业绩记录最好的公司之一时，这是我从多伦多海湾街见到的最普通的反应。

我选择顶点第一作为我的采访对象有一个原因。首先，在约翰·席森(John Thiessen)的领导下，他们的业绩记录不仅在过去 10 年是伟大的，而且相对稳定。他们是多头/空头替代投资基金经理，从 10 年前其旗舰顶点基金(Vertex Fund)成立起，回报率超过了 20%，他们让大多数投资公司蒙羞。我自然迫切地想知道他们如何获得这样的回报，尤其是同期标准普尔 500 的回报是微不足道的，不到 2%。年阿尔法 22%自然也与众不同。如果你不知道什么是“阿尔法”，准确地说，是他们的“增加值”，22%是一个了不起的数字。

尽管公司——他们的平衡型基金可以证实——决定性地倾向于价值投资，他们的对冲产品，顶点基金是非常机会主义的。他们的专长是最初的兼并套利，但那只是因为他们发现了很多风险相对较低、同时盈利颇丰的交易。约翰在任纯多头传统的基金经理时就看到了这样的交易存在的机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是不能利用这些机会获利，因为投资委托不允许这么做。那也是团队出走成立自己的基金的原因之一。公司在 1998 年按照为自己工作的原则在 M. K. 王 & 协会(M. K. Wong & Associates)成立。约翰·席森投资美国股票，杰夫·麦科德(Jeff McCord)和麦特·伍德(Matt Wood)负责私人客户。他们开始成立了顶点第一，以往的一切都成为历史。

当我走进办公室时，它看起来真的像一个非常棒的公寓。当你走进前门时，你第一眼看到的是右边一个大的、流露出现代气息的厨房。左边是一些看起来非常舒服的沙发，还有一个漂亮的咖啡桌。开放的办公室非常好客，它看起来像是一个举办鸡尾酒会的好地方。当你走过门，前面就是交易席位，约翰·席森和团队成员就坐在那里。交易席位和计算机终端面朝窗户，顺便说一下，能够看到整个城市最美的风景。办公室能够远眺北岸山脉和温哥华港。碰巧和我在市中心的办公室看到的风景一样，因此我意识到我能够看到这样的风景有多么幸运。

与约翰·席森和杰夫·麦科德坐在宽敞的会议室里，我们喝着酸莓汁，开始采访。有趣的是，通常基金经理在采访中不会放松自己，这次的采访则完全不一样。约翰看起来很年轻，说话很直率，当我们都坐在舒服的椅子上时，非常放松。对话自然非常容易，回答也很完全，因此采访很愉快。第一次采访大约用了几个小时，我们交换了关于行业、市场和策略的故事。

鲍勃：你是如何开始投资的？

约翰：我一直对新闻感兴趣。这一行的美妙之处就在于经常与新闻相关。目前的事件经常在一些方面影响实际的组合。当我还是孩子的时候，我就对阅读《温尼伯自由新闻报》(*Winnipeg Free Press*)很着迷，杰夫的祖父母实际上在我还是孩子的时候与我住在一条街上，不管你信与不信，尽管我当时不认识他们。

杰夫：你当时认识他们的。你只是不知道我们后来会走到一起。那是你所不知道的。

约翰：是的，你说得很对。如果你阅读报纸，实际上有一半是商业新闻。我真的对除了温尼伯喷射机队之外的体育没有多少兴趣。因此，我对企业版后面放入每日新闻很感兴趣。你经常想知道连接的地方在哪里。我最终在大学对商业产生了兴趣，我学习了经济学，随后学习了证券课程、期权课

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程、期货课程等。

当我从卡尔加里的大学毕业时，石油的价格是 11 美元、12 美元，当时没有工作很糟糕。因此我在全世界旅行，做我自己的吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)《摩托游看投资》(*Investment Biker*)版。我是幸运的，因为我在大学毕业后获得了一份伟大的工作，为阿尔伯塔遗产储蓄信托基金(Alberta Heritage Savings Fund)做初级分析师。那是我的第一份工作，每小时的工资是 5.50 美元。我的学生贷款和租金——100 美元——超过了我的薪水。

你将多出来的所有现金进行了投资？[笑了]

约翰：是的。

你记得自己买的第一只股票吗？

约翰：是的。黑色资源(Blake Resources)，100 股。我在美林分析师的推荐下在 4.05 美元买入。该公司最后破产了。

非常好。那只是一个常见的故事。

杰夫：这很有趣，因为我在想我买入的第一只股票，我记不起该股票的名字了。非常类似的结果，是吗？我爸爸的一个朋友推荐了这只股票，在那些日子里，你获得股票报价的唯一方法就是报纸。

约翰：美林的家伙对他的工作做了演示，只是说明了他刚完成的报告，随后股票的价格就直接跌到了 0。

我认为如果他赚钱，就不会教给你任何东西。只有亏损时，你会说，“那里真的实际上没什么，错在哪里了？”

约翰：这个我听多了。你认为加拿大有多少家公司有 3A 信用评级？

我认为多伦多证券市场(TSX)上有 2/3 或 3/4 的在发行垃圾债券，因此我不知道。有多少家有 3A 信用评级？

约翰：在加拿大只有一家公司有 3A 信用评级。

是吗？是皇家银行吗？

杰夫：多伦多道明银行(TD Bank)。

约翰：不是，他们没有 3A 信用评级。

杰夫：多伦多道明银行曾经有 3A 信用评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰:是的,再也没有了。

杰夫:真的吗?

约翰:这家公司的红利连续 125 年增长。在过去 10 年间,它回购了40%的股票,你从来看不到对它的研究。

帝国石油(Imperial Oil)。

帝国石油? 真的吗?

杰夫:没有开玩笑。

约翰:是的,我只是今天才找到它。没有人谈论过它。我做多帝国石油。他们做任何事都很正确,但是公司被完全忽略了。

你是正确的。没有人谈论过它。

约翰:一直以来它都是价值股。

它就像美国的菲利浦·莫里斯——道—琼斯指数中除了微软外表现最好的成分股。

约翰:是的,我们持有那样的一只股票。我们没有在我们的后院中持有它,但是我们知道它是一只很好的烟草股票。

杰夫:并从那只股票上获得了不错的股息。

约翰:因此你在阿尔伯塔遗产储蓄信托基金工作,你工作的第二家公司是哪家? 是 M. K. 王吗?

不是,是国民信托(National Trust)。麦特和杰夫也在信托公司。麦特在皇家信托(Royal Trust)。杰夫在加拿大信托(Canada Trust)。我在国民信托。我们只是在管理小的投资组合,当然你认为当时这些组合是大的。你知道,人们的投资金额在 10 万美元以上。

杰夫:是的,我知道。有的人进来时的投资是 30 万美元——你认为他是大客户。

约翰:随后我们三个人就遇到了,因为那里是米尔特(Milt)经常去的地方。我们最终都在 M. K. 王 & 协会工作。

M. K. 王 & 协会的投资哲学是什么?

约翰:公司的美妙之处在于,投资哲学根据在那里工作的雇员而定。投资哲学经常在变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰夫：是的，米尔特对我说，你知道，“为什么你们这些家伙离开了？我让你做自己的公司”。就麦特和我个人而言，我记得只有一次我们与任何人坐下来讨论他们如何看待我们做的事。那实际上给予我们继续做自己的公司的信心。就像我们已经做了我们自己的公司的80%。我们能做其余的20%，即建立公司的基础架构。资金管理不是让你继续做自己的公司所害怕的东西。

是什么促使你成立自己的公司？

杰夫：有很多因素。首先，这是一家银行所有的公司。我把工作看成为独立的中型咨询公司服务，帮助其成长，你获得股票，你分享成长的收益等。一旦你成为银行所有的公司，有两件事发生。其一是离开的可能性，其二是你早就知道他们将如何管理组织。离开加拿大信托的一个原因就是你知道你不想再次为大型组织工作。

尽管他们是伟大的。汇丰银行真的对我们很好。但只是长期在那里工作不适合我们。为自己做事和拥有你自己的公司成为离开的促进因素。

约翰：如果你看一下你采访的所有基金经理，他们中没有一个是为银行所有的公司工作的。银行和好的基金经理从来不会携手同行，因为它让你窒息。

杰夫：周期就将来临，就像时装经纪公司那样。

约翰：当我们被汇丰银行收购后，我们只有一小部分股票，米尔特有51%的股份，因此我们实际上在公司没有话语权。我在读《福布斯》杂志上汇丰银行主席的一篇文章。文章说，人们在银行工作不是为了钱。我想，“噢。我猜这不是我想工作的地方，如果我在那种情形下犹豫不决”。

有趣。我的意思是，从约翰·恩布里到任何其他表现卓越的人，他们都换到了其他地方。

约翰：那是真的。

杰夫：他待在一家公司的时间要比多数人长。毫无疑问。

那么，约翰，你投资美国？

约翰：是的，我投资美国股票。

杰夫呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰夫：我们管理高净值组合，分立的组合。麦特和我管理这些组合。因此我们投资我们自己选择的加拿大股票。我们从约翰那里找到要投资的美国股票。

约翰：两个问题，你何时决定开始成立顶点公司，为什么你决定开始成立对冲基金？1997 年和 1998 年在加拿大真的没有人做对冲基金。为什么你不是说，“让我们只做多头？”

这是不容易的，因为我们听到了很多客户的抱怨，尤其是他们只是不熟悉费用结构。生活中最初很多东西都没有，无论是建房还是建立对冲基金。你需要用作榜样。那些生活中做得很好的人从能够看到合适的模式的人的事例中学习。我们只是看美国市场——领先市场。加拿大当时有 6 只基金。当然，在加拿大西部地区没有很多基金公司。

杰夫：当时在加拿大的对冲基金多数是私募成立的。成立对冲基金是约翰的想法。你和我讨论在我们的个人账户中买入加拿大贝尔(Bell Canada Enterprises，BCE)期权。每次买入时都有套利机会，可能就会说，“哇，多好的赚钱方法呀，但是我们不能在这里做”。1997 年的事实是，我们认为一些股票的估值高了。我们从来不预测股票的估值将有多高。因此当约翰有成立对冲基金的想法时，我记得对 1.20%的利润概念很兴奋。因为我原先的费用是第一个 100 万的 1%，随后是 0.25%。当我们开始成立自己的基金时，我们有了一些自己的客户。我们不得不告诉他们，费用是 1%。如果他们买入对冲基金，费用是 1.2%。

强行推销。

杰夫：你知道什么？当时是要强行推销的，但是现在很容易销售。这样的情形延续很多年了，只是让你自己在心理上克服这一障碍。一旦你克服了，就容易了。

约翰：是的。如果你意识到人们在为业绩付费而不是为管理的资产付费，对吗？随后就变得容易了。

那也是我努力向财经媒体解释时遇到的最大的问题。他们总是说，“费用高了。费用高了”。

杰夫：我们的管理费用比率(management expense ratio，MER)接近环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球基金(Globe Fund)。

是的，大约在6.5%。

杰夫：去年是5.8%，今年是8.3%左右。人们经常为“8%”的比率打电话过来证实，但是那只是在你赚钱的情况下的比率。

如果你不赚钱，该比率是1%，如果我们亏损严重，很长一段时间就是1%，直到我们取得了高于业绩比较基准的业绩。

杰夫：你知道什么，鲍勃？事实是，如果你看一下我们的历史业绩，2001年7%，2002年－2%，你在这些年的很多时候在赚钱，因为你的业绩不是－20%。

绝对是这样。对冲在市场下跌时有优势。这需要强行推销，因为人们不知道对冲为何物。

杰夫：尽管我们内部认为自己更像股票型基金经理。

我们使用所有可以使用的工具来降低风险。我们喜欢兼并套利，如果我们能做我们称之为高盈利的交易，就会获得高盈利。我们喜欢做这样的交易。兼并套利是一种对冲策略，通常包括买入被并购公司的股票，同时卖出(做空)收购目标企业的公司的股票。

你如何发展出了这样的专长？因为很多时候纯多头基金经理没有这种专长。

杰夫：兼并套利对我来说经常是一种简单的策略。

约翰：是的，它是简单的。事情基本上是这样的，当时我们投资美国股票，我们看到很多公司在人们用证券而不是现金收购时的估值较高。我们说，“哇，我们能赚10%～12%，并锁定利润”。不幸的是，我们当时管理的是纯多头基金，就像你的背后有一只手在拉着你。因此我们断定，如果我们使用美国的模式——你不得不从世界第一市场学习，因为你从失败者中学到的要多于胜利者——管理对冲基金，一旦你理解了胜利者的模式，你不得不看人们在哪里犯错误。这些错误是喜欢努力对市场方向下注或使用杠杆。因此我们从一开始就说这两件事我们不做。但是如果你能利用兼并套利交易，并用对冲锁定买入方的资产的股票价格，你能降低组合的风险。

杰夫：麦克米兰布洛德尔(MacMillan Bloedel)被收购是一个好的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为这个交易有13%的利润，惠好(Weyerhaeuser)在买入麦克米兰布洛德尔。在并购交易宣布和结束这段时间，整个森林产品板块调整了20%。人们也在问那个问题，如“你们如何做这些只有少数人做的交易?”实际上你在使用同样的投资智慧去应对不同的形势，看一下风险有多大、下跌程度和上涨程度。

约翰：关键是因为公司出售自己是一起重大事件。因此西海岸能源(West Coast Energy)、特拉森(Terasen)——前英属哥伦比亚省煤气公司(B. C. Gas)或麦克米兰布洛德尔的董事会，正如杰夫提到的，这些公司有非常长的业绩记录。当你得知公司想出售自己的消息时，出售发生的可能性是很大的。你能在股票低点和高点之间利用波段获利。我们相信一旦一家公司想做某些重大的事，有超过95%的可能会实现。事件驱动型的策略，如兼并套利，如果我们一年做70个交易，我们平均会完成69个。因此回报是较低的。事实是，正如约翰·邓普顿所说，“当你选择做多时，你10次中不得不正确6次”。因此，我们在99%的时间里是正确的。我们接受那些较低的回报，但是我们能够从这些交易中获得复合收益，这通常要用90天的时间。

我们经常在寻找这样的交易，其活动发生获得高收益的概率要高于我们出于价值投资的考虑持有一只股票的收益。因此在石油和天然气公司宣布其转为收入信托的概率非常高后，你就有了获得较高收益的可能，因此我们乐意持有这样的股票。我们这里全部的策略就是拥有两只基金，集中投资。我认为那是你看到的一个常识性的概念，如果你集中投资于少数基金，你的业绩要比每个人都持有一点股票要好得多。集中投资与我们持有股票的策略相配合，效果非常好。

回到刚才的问题，我们现在第一次看到促使我们采用策略的因素是股东——尤其是在你现在持有标准普尔500指数10年的环境下——除了股息。我们知道股息对多数投资者来说实际上是回报中最大的一部分。我经常说如果包括股息，投资道—琼斯指数的回报是100万美元。如果不包括股息，回报只有1万美元。但是我们看到资本投资者投资哈得逊海湾公司、温蒂、时代华纳、麦当劳或克里奥的回报是20%。他们积极参与这些公司的经营，成为促进因素而不是董事会。因此，现在促进因素第一次成为股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是管理层,人们对此作出了反应。这一个最近的、新的促进因素促使我们采用事件驱动策略。

回到你开始的时候,兼并套利是你回报中比较大的一部分。让我们谈谈其对 20 世纪 90 年代末业绩的贡献。看看你在某种程度上是如何变通使用这一策略是很有趣的。

杰夫:好的。你对此作出了反应。正如有经济周期一样,也有投资周期。三四年前,收入信托转化市场赚了很多钱。你 7 年前不做收入信托转换就赚不了钱。这种情况没有发生。这是因为我们使用了动量投资的原因。该方法是与机会主义相关的,即我们能在机会出现端倪时就参与其中。我看到历史上当市场上升时,兼并套利、兼并套利差价以及机会会增加。这是因为资金转移了方向,开始做多了。2001 年发生的情况是,在市场扩过 2000 年后,每个人都在寻找安全港,恰好压缩了兼并套利的收益率。

在那些年里,你为了保持资本不得不做些什么?

约翰:我们应该比我们做的要好得多。有很多的兼并套利交易,如马里奥·加贝利(Mario Gabelli),我认为他管理着最好的兼并套利基金之一,完全适合进行对冲。他在某种程度上使用杠杆,回报率是 8%。我们能够做到这一点,但是我们显然试图再增加一个阿尔法。我们最骄傲的是我们的贝塔是 0.36。我们管理着一只非常保守的平衡型基金,该基金 1/3 投资加拿大债券,其余投资股票。其贝塔是 0.46,换手率非常低。

因此,按照逐日衡量,我们认为我们的贝塔是 1.00,但是随着时间的推移,采用该策略的复合结果是 0.36 的贝塔。我们能够增加价值,是因为我们只从价值角度看很多的兼并套利交易,因此我们从平衡基金中获得了协调效应。这意味着我们从非对冲角度可以做很多交易,因为我们对此感到舒服。

杰夫:是的,超过了我们 1999 年的收益。因为你随后能锁定较大的价差。

是的。因此你将以非对冲的方法投资。你将有 26%、30% 的兼并套利收益率?

约翰:是的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，你如何在 2001 年和 2002 年产生回报？你做了些什么？

杰夫：卖空期权。

约翰：卖空期权。对冲。当你意识到市场将下跌很长一段时间时，你就会终止做很多的对冲兼并套利交易。

杰夫：随后也会有很多的相关交易。

约翰：是的，这样的交易有。最大的交易之一是……

杰夫：我们买入了鹰桥。

约翰：是的，是鹰桥。

杰夫：韦斯顿劳布罗(Weston Loblaws)。

约翰：我们喜欢很多这样的交易。热门工作网(HotJobs.com)和小盘股的兼并套利是伟大的兼并。尤其是股票价值在 5 美元以下的公司的兼并，借款的成本是如此高，以至于人们不愿意参与这样的交易，因此回报非常高。我们当时与国民银行(National Bank)有着非常好的主经纪人关系，因此我们的借款成本几乎为 0，这使得我们为我们的基金持有人获得了非常好的回报率。

对你来说哪一个交易是最好的？是麦克米兰(MacMillan)吗？

杰夫：最好的风险一套利交易？

是的。

约翰：是热门工作网。

是的。网络公司。我们在 12 月赚了 5%，救了我们。

杰夫：我记得这一情形。我只是在想这一情形。最好的风险一套利交易之一是，当基金是有限合伙时，技术类的交易源自……

维塔斯数据备份系统(Veritas TeleBackup Systems)？

杰夫：是的。数据备份系统。当公司被收购时，进行收购的公司的股票价格涨了 4 倍。因为当时是有限合伙，买入后会给基金持有人带来巨大的收入损失。那个交易有很大的差价。我认为大约是 30%～35%。如果我们只是做多备份系统，我们会赚更多的钱，但是我们要承担相应的市场风险。从估值角度来说，持有股票从来没有意义。

但是对投资者的税后净回报来说，这只是一个现象。兼并套利策略真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的起作用了。

有兼并套利策略没有起作用的例子吗？

约翰：没有。这就是兼并套利策略的美妙之处，因为只要公司即将出售，通常会有促进因素，因此人们仍然相信兼并将会发生。因此你最多亏损10%～15%。

杰夫：只要你保持仓位。泰森食品(Tyson Foods)就是这种情况，因为交易破灭了，我们保持仓位，坚持下去，最终……

它被收购了，是吗？

约翰：是的。但是我们按照美元衡量而不是百分比衡量，赚得最多的也许是泛美(Pan American)收购康纳湾矿业(Corner Bay Minerals)，该次交易给予我们5年的权证。因此，我们在该次交易上做得完全正确，但即便是我们获得了5年的白银权证，我们反过来逐月卖空大约25万美元的看涨期权，一直进行了3年。因此，就这样的兼并套利交易而言，我们能从小盘股的矿业交易中轻松赚取1 000万美元。当然，我们的规模更大了，因此我们做群岛(Archipelago)和纳斯达克市场上的兼并套利交易。在这些市场上，我们没有对冲，我们赚了接近2 000万美元。因此最近这一数字变得更大了，因为我们投资更多了。那是加拿大人独一无二的优势，能够看到相对美国人对交易的看法来说交易的价值。我认为同样的形势也出现在温蒂的交易上。美国人实际上没有明白面包圈连锁的价值，尤其是在脆奶油多纳圈公司(Krispy Kreme)破产的情况下。

杰夫：你看到哈得逊海湾公司为奥运会制作的帽子了吗？

约翰：没有。

杰夫：就是有帽檐和带子的那种。我的妈妈买了一顶。当美国人看到这样的帽子后，他们意识到油炸圈饼和咖啡在加拿大很好销。等着吧，直到他们看到那样的帽子。

必然有一种从那样的情形中盈利的方法。

约翰：它们是如此糟糕，以至于它们对我们来说机会太好了。

你使用何种期权策略提供价值？备兑认购期权能提高收入。

约翰：我认为那是对的。我们实际上与一些聪明的期权交易者在打交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道，每次我们做交易时，他们只是根据他们的模型认为我们是彻底的白痴，因为无论我们做什么都没有意义。我们做的交易本质上来说经常对我们都是有意义的。保守的期权规则是，“你经常在蒸汽压路机捡便宜货”或“我买入那个品种后会涨 4 倍，但是我不能等到下个月重新买入”。例如，理查德·克罗夫特(Richard Croft)在加拿大发表了一些最好的文章。不幸的是，我们一直可以得到从其基金中撤出的投资者，“是的，但是我们不赚钱”。

理论是伟大的，有很多的策略、我们能持有权证，随后每月增加期权的价值，只有其处于高位，我们就能赚取溢价。对我们来说，它就是我们能够利用的美元价值，与模型没有关系。它与美元价值有关，如果它不到 1 美元，我们没有任何兴趣。我们从来不做成本低于 1 美元的期权，因为在那样的空间里你赚不到任何钱。我们需要获得美元，我们需要规模。底线是你经常向零售客户出售份额。你在市场上不得不有东西可以投资。因此有时我们 1 年内不入市。

当然，该策略在加拿大不起作用。你不能在加拿大做期权，因为我们只是没有市场宽度。即便是在美国，有时根据试图做的交易夯实我们的规模。我们基本上会卖出我们喜欢的备抵期权，我们会卖出我们喜欢的看跌期权。我们从来不按照模型的建议操作。

因此，基本上你在使用自己的常识而不是模型进行交易。

约翰：是的。我们甚至从来不知道模型的假设前提，因为期权交易者经常在另一端嘲笑我们。他们现在对我们有些认真了。我们举行了高尔夫锦标赛，其中有一个家伙就住在镇里。我们也许有 8 亿美元的基金，他 1 年内给我们带来了近 300 万美元的期权收入。从他的专有交易席位进行的每次交易都没有意义，但是对我们来说有意义，因为我们的收入来自股票，来自从下而上的分析，而不是模型。

这导致提出下一个问题。你投资过程中从下而上的分析与从上而下的分析各自占多大的比例？

约翰：我认为 100% 是从下而上的分析。人们问我们对利率的预测。加拿大银行不知道，因为我们不知道。

我们不知道市场的走势。我们不知道货币的走势。我们不知道利率的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势。但是,如果我们知道董事会想出售公司,我们对此感到舒服。那是促进因素,是我们自然知道的事件,我们乐意参与其中,因为一些人实际上告诉我们他们将要做什么。其他的都是变量。你首先从微观经济学概论中学到的是,从宏观角度而言,你能控制利率,你能控制货币供给,你能控制汇率,但是一旦你选择控制其中一个,你就无法控制另外两个。

不知什么原因,他们都想同时管理上述三个变量。他们说利率按照他们管理的方式来说是政策,但是他们也在关心汇率和货币供给。我们知道每个 G8 国家的储备银行都不知是什么原因要同时盯着全部三个变量。

韦恩·迪恩斯开始时在加拿大银行工作,他在那里工作了 10 年,他说,“我在加拿大银行学到的最大的事是,他们对经济没有任何了解,以及将会发生什么”。因此,当他决定管理资金时,他说,“我不关心宏观经济形势。我只是按照从下而上的思路选股”。上面基本上是他的原话。因此,这很有趣。

约翰:是的,他说的话完全正确。我只是从报纸上得到这样的结论的。[笑了]

因此,你唯一能做的就是与其他任何一个人的想法不同?

约翰:正确。我的观点与其他人不同。一些人得出了自己的观点,一些人则没有,这也是我为什么喜欢资金管理的原因。从大数定理来讲,它经常是一门艺术而不是科学。

杰夫:是的。坊间流传着一封电子邮件。里面有一群分析师、一群圆头和一张表。你移动鼠标,无论光标出现在哪里,圆头就走到了分析师那里。

约翰:当图表处于高位时,会出现一张欢笑的脸,当图表处于低位时,会出现一张痛苦的脸。

杰夫:它讲的是分析师如何预测股票。如果股票价格上涨,他们只是拿一把尺子,划一条向上的直线。我认为,我憎恶战胜糟糕的老北电网络或 JDS,但是有一个经典的例子,PH&N 甚至说,“哦,我们不得不持有它,因为它是指数成分股”。

约翰:如果你理解了这一点,你需要理解公众现在及将来的想法。为什么公众现在的兴趣从曲棍球转到了篮球呢?不必为小事烦恼。在这个行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的人 90%的时间在烦恼中度过。我不烦恼。我们能与任何公司交流，我们能花费 100 小时制作出伟大的文件。如果 CEO 卖出他的股票，所有的研究工作并不意味着作废了，因为这个变量的意义不幸地超过了你收集的其他 10 000 个变量。管理层出售股票有很多原因，但是他们认为股票价格将走高不是其中的原因之一。内部人收购是非常重要的。不是有很多的 CEO 愿意将他们的资金投入公司中。

杰夫：哇，你不得不对此保持谨慎，因为雷・罗文(Ray Loewen)相信他自己的英国标准。

约翰：伯尼・埃布斯(Bernie Ebbers)相信他自己的会计数字，但是从统计上看，你会胜出。

我认为格雷格・马菲(Greg Maffei)不会出售其在 360 网(360networks)的股票，是吗？

约翰：不会，他会一直持有。他不能读资产负债表，因为他来自微软。他是一家没有债务的公司的财务总监，他没有意识到形势的变化。

杰夫：是的，债务会让他疲于应付。

约翰：生活对我们来说经常是催化剂。因此我们在加拿大航空(Air Canada)下跌的过程中买入，因为它的行为将发生变化。它在与一大堆新的股东在谈判。没人想在加拿大航空的股票价格从 3 美元跌到 0 时还持有它，因此每个人都在抛售股票，因此你就获得了伟大的破产的促进因素。随后当其进入破产时，通常重组花费较长的时间，这取决于公司。一些重组速度很快。加拿大航空就是我们在较长时间内看到的最快的进行破产重组的公司。因此我们也想持有债券，因为人们会在破产的情形下买入债券。他们也对成为长期股票持有人没有兴趣，因此我们在这一变化期间成为长期股票持有人。我们想通过破产持有加拿大航空的债券，随后显然我们的债券回转化为股票，我们抓住这一行为变化的机会获得了搭便车的伟大机会。

你不相信当加拿大航空在 1 美元上下波动时，我给多少私人客户打过电话，“哦，我应该买一些加拿大航空的股票的”。我说，“但是新闻昨天就发布了，新闻说其一文不值”。

杰夫：管制当局倾向于成为大哥，保护投资者。在美国，一旦进入《破产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法》第十一章，你只要列出清单就可以了。

我知道。我当然意思是，有这么多人买它。

约翰：成交量很大。形势非常好，因为有这么多的人能以0.10美元的价格买入1 000万股，1天后以0.14美元卖出。有很多这样的便宜股票，这比维加斯(Vegas)要有趣得多。只有你知道参数，玩起来不超过几分钟。

我认为你与很多其他对冲基金经理不同的一个地方在于，你将空头仓位限制在15%。是吗？

约翰：是的。基本上，我们试图对组合的操作经常要设置程度相应的风险，因此我们从来不超过100%的投资股票，或我们不使用指数期权。我们不使用期货。卖空会让你两头吃亏。因此，我们在寻找破产目标，我们已经找到的一些是皇家橡树矿业(Royal Oak Mines)、罗文集团、多数美国航空公司——多数现在已经破产。

有钢铁股吗？

杰夫：有，我们有段时间在卖空斯特尔科。

与彼得·普切蒂类似，他会只卖空破产候选公司。他多年来一直在卖空巴拉德电力(Ballard Power)。

杰夫：该股票的交易价格区间在哪里？

约翰：3～5美元。

你卖空的标准是什么？

约翰：我们的标准是公司需要在未来12个月内破产。股票经常低于5美元，因此不再有利润边际。它们已经不再是分析师关注的目标，资产负债表时刻威胁着公司。这些都是使我们感到高兴的地方，此外还有债券价格已经下跌。有一个规则是，固定收益投资人经常要比股票投资人聪明，因为他们要做更多的工作，他们不是真的关心企业或产品。

在TSX不是有2/3的公司在发行垃圾债券吗？

约翰：是的。我们知道只有一家公司获得了3A评级。我记得在1989年标准普尔500指数成分股中只有12家获得了3A评级。我不知道今天的具体数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为今天的数字不会非常多。通用电气(GE)仍然是3A,但是我认为很难找到其他的3A公司了。

约翰:即便是通用电气,我知道其很多是联合企业,债务与股权的比例很大。债券发行人有3A的评级很好。每个人都会赢,内部人获得收益。

你根本不使用止损?或只对空头头寸进行止损?

约翰:不,从来不。除非我们明确发现我们错了,例如持有独立电力生产商(Independent Power Producers)——我们已经持有——的股票。

杰夫:止损无论如何不会有任何帮助。

约翰:是的,只会让股票的下跌速度更快。

杰夫:股票在跳空下跌。

这很有趣,因为这是交易员与投资者的区别。

杰夫:尽管你不得不再次审视。那是我们已经在做的事,约翰带来了投资独立电力生产商的想法。当一些新的信息浮出水面,我们看其将如何对厂商产生影响,我们不得不消化这些信息,承担损失,继续前进。我们买入伊克坦护理是另外一种情形,1个月,如果不是两三个星期后,我们的股票价格下跌了25%。你不得不回过头来重新审视自己。那已经得到了证实,市场错了。因此当股票开始像那样运行时,你不得不一而再再而三地审视股票的走势。

你们的广告材料中说你们也看上了低估证券。是什么证券呢?

约翰:我们看中的是通常在2个季度内破产的公司,如麦克赛尔(Microcell)。我听说时间已经不会太久了。[1] 加拿大航空和麦克赛尔是我们看中的最大的公司。

你如何得出借出股票的想法?

约翰:我认为马特(Matt)……

你借出的是玛莎·斯图尔特的股票。

杰夫:噢,是的。实际上开始时是借给菲尔法斯(Fairfax)。玛莎·斯图

[1] 原文为:cows are coming home。从前,奶牛处在产奶期,不挤奶会很不舒服,所以会主动回家让人挤奶;但是,在不产奶时,要让它们从草地上晃晃悠悠走回家,可就不知道要等多久了。此处转译为时间不会太久了。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔特是我们的平衡型基金中持仓最大的股票之一。突然间，我们借出股票后就会获得15%～20%的回报。显然，一些家伙不得不为自己借入的股票支付40%。

约翰：借出股票的时间很短。但是菲尔法斯的统计表明，机构和内部人持有2 000万股，流通股只有1 700万股。你在自己的生活中听说过这样的事吗？我不知道300万股的缺口是从哪里来的。

他们说是“借的”，是吗？

杰夫：我知道，但是借入/过度借入让人难以接受。随后还有另外一个问题。我认为美国马特和蒂姆(Matt and Tim)的德克尔(Decker)得出了这样的想法，你进行多空套作，将股票借出去。如果你这样的交易做得足够多，即便其中一只股票的价格下跌了，你在该股票上面临亏损，你不得不买入，这没有关系，因为你每月都在做，你每月都有溢价收入。此外，你不止做一笔交易。你经常发现能不止做一笔交易。因此你只要少数几个月成功就可以了，你承担交易下降的风险。

他们中确实有一个人在这么做，我不记得是否是德克尔。这是我们的平衡型基金中买入的一只股票。我们确实收到了很多的溢价收入，只是在某种程度上被中和掉了。其价格现在跌到了0，期权的波动程度更大了。因此我们只是持续在做这样的交易。

你相信商品繁荣还会持续吗？你对石油顶峰论和相关的言论有什么看法？

约翰：你已经从一些对其有不少研究的人那里得到了一些伟大的结论。对我们来说，最大的问题是这些公司处于周期中，无论是石油还是基础金属。森林产品对这一伟大的商品周期来说是个例外。正如我们所知道的，因为例外证实了规律。当你有一些现金流的时候，你有很多推动交易的因素。10年前你不能放弃油砂资产。因此，我们的关键是，我们目前组合中有25%是石油，不一定是因为我们相信石油顶峰论。只是因为我们投资的这些公司有让人难以置信的现金流，因此有很强的推动交易的能力，这意味着我们将有获利的机会。

杰夫：投资银行家非常关注能够推动交易的板块。因此任何事都是多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面作用的结果。

我想我应该继续持有我的石油和天然气股票。

约翰:确实应该如此。就基础金属而言,需求和供给存在不平衡。系统通常需要花很长时间才能校正过来。到你有了想法,找到资金,去找矿,修建公路,雇佣人员,10 年的时间过去了。

杰夫:10 年才能将发现的锌矿投产。

约翰:幸运的是,泛美矿业已经从银矿变为了锌矿,因为银的等级太低了。人们说泛美矿业实际上只是一个锌矿而不是银矿。

也许他们现在也应该改名,如卡塔威资源(Cartaway Resources)。记得他们使用马车运输人们的垃圾,随后就发现了镍,他们将公司改名为卡塔威资源,股票的价格涨到了 21 美元?

杰夫:我不知道那是其公司名称的来源。

该公司原名为卡塔威(Cartaway)。卡塔威垃圾(Cartaway Garbage)。

约翰:哦,太棒了。

杰夫:哦,那很好。我不知道这一说法。

约翰:想象一下所有的丑闻。

好的,现在另外一个是黄金。

约翰:黄金很美,因为加拿大黄金是完全的行为金属。就像技术股:我们都相信其价格会更高,随后其价格就涨得更高。我们都相信其价格将走低,其价格就走低。生产出来的每一盎司从来都没有使用过。也许在你手腕上戴了 20 年或终生戴在手指上,但是终有一天,它还会被融化后重新使用。因此每一盎司黄金都还存在,由人类在任何时候出于投资目的使用。在我们的生活中第一次实际上出现了通过黄金 ETF(Gold ETF)买卖黄金的金融收购者(financial buyer)。你实际上现在有了金融收购者,你实际上能像组合经理人买卖股票,而不必像 10 年前在组合中持有黄金的加盟的经理那里受到嘲笑。

杰夫:自我。

约翰:买入黄金股使他失去了工作。但是现在如果你持有 GLD 股票,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有人认为你是傻子。因此超脱常规是可以的，但只是认为不能太早超脱常规，或人们会折磨你，你不得不为此付出自己的生命。现在你面临着这样的形势，你用金融收购者帮你买卖资产。

当你在作出投资决策时，有一些你经常遵守的给你约束的规则吗？

约翰：对我们来说是事件和促进因素。在过去，当我们看股票时，经常看的是自由现金流。其交易价格是什么？

杰夫：是低的价格与价值标准。

约翰：是的。因此如果一只长期债券的收益率是5%，这意味着你将为其支付20倍的现金流。长期债券的收益率是10%，你不应该为其支付超过10倍的现金流，因为收益率是反向指标。此外，我们愿意为一些类型的增长率埋单。我认为增长率也许是最重要的，因为在当天结束的时候，推动股票价格上涨的所有因素中，只有一个因素推动了股票价格的上涨。推动股票价格上涨的一个因素是什么呢？我经常问英属哥伦比亚大学(UBC)的孩子们这个问题。我问，“孩子们，你们认为是什么推动股票价格上涨？”“是优秀的管理层、伟大的产品、利润和……”

杰夫：收益。

约翰：只有收益能推动股票价格的上涨，人们忘记了这一点。但是北电网络在整个周期中从来没有收益。人们也忘记了这一点，因为它是扣除费用前的收益。

你曾经看过CNBC吗？

约翰：我们现在只看商务电视(Business TV)的报告。我们从来不看其他电视台的节目。我们不能承受更多的传声图像(the talking heads)。否则，我们会疯掉的。

你不一定看多石油和天然气。你只是说，“我们能够看到该板块有很多的并购活动”。

约翰：我们都有我们自己的个人观点，但是我们不想让这些观点妨碍我们赚钱。基本上，我们看到了一些很大的事件，我们想要做的是寻找更多的这样的事件。牛市或现金流市场上发生了该事件只是碰巧而已。反之，也成立。在缺乏现金流时和熊市时，也会发生低估证券的相关事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你盈利最大的一只股票是什么?

约翰:美国在线(America Online,AOL)。

真的吗?

约翰:是的,当我们在 M. K. 王时,美国在线是短期内涨 100 倍的股票。

是吗?

约翰:是的。盈利第二大的股票我们现在还持有。它是短期内涨 30 倍的股票,它是切萨皮克能源(Chesapeake Energy)。美国在线是我们盈利最大的股票。我们持有美国在线 1%的股票,基本上就像走进星巴克(Starbucks)。当我们成为美国在线的用户时,他们当时已经有 150 000 个用户,最终这一数字涨到了 2 000 万以上。那是一个大的跨越。

大约是哪一年?

约翰:1995 年或 1994 年。

我当时在 C. M. 奥利佛公司(C. M. Oliver),罗布·米勒姆(Rob Millham)过去写一些名叫《股票研究》(*Equity Search*)的小文章。他谈到了 1995 年时的美国在线,他说,你知道,"那是一只好的小股票"。

《股票研究》是一个伟大的小册子,因为它与 C. M. 奥利佛公司没有任何关系。它只是一群研究小盘股投资想法的人的集合。他们有很多伟大的投资小盘股的想法。

约翰:是的,我们努力在美国在线上市时买入,但是我们不知道游戏中有人作弊,因此那是我们从来没有获得任何股票的原因。我们被排除在外,随后我们基本上是在上市后买入的。保罗·艾伦(Paul Allen),微软的联合创办人,有一个很好的交易,他从那以后有 55 个亏损的交易。他持有美国在线 10%的股份,他将这些股份全部卖出,因为他不能获得董事会的一个席位,因此他因为自我而丧失了短期内获利 100 倍的机会。

我与保罗·艾伦分析过他出手股份的原因。我还没有看到他投资过这么多的股票,实际上……

约翰:想知道为什么海鹰(Seahawks)会亏损吗?因为保罗·艾伦在那里,很简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰夫:尽管保罗・艾伦在那个交易上赚钱了。

约翰:是的,这很了不起。他们不再被称为“所有者”了。他们现在被称为“主席”。我注意到了这一点。这一定是出于税收的考虑。

你的业绩记录很了不起,但是人们的预测也变得出格了。他们预测一年 30%的回报率,而没有任何标准差。因此当你 20 年后退休时,你乐意看到的合理的回报率是多少?

约翰:说出数字是危险的,因为我们都幸运地获得了目前的回报率。在我最喜欢的报纸,即伦敦的《金融时报》(*Financial Times*)上去年写了一篇了不起的研究报告,报告谈论的是……

是哪张报纸?

约翰:《金融时报》。美国或欧洲版。讲的是粉纸交易市场(pink sheet)[1]。不要与南部的另外的粉纸交易市场相混淆。文章谈论的是印第安人卖给曼哈顿的是什么。你会说,“你知道,如果你在担保投资合约(guaranteed investment certificate ,GIC)中对其进行投资,并有回报率,今天其将会值多少钱?”但问题是,当时没有人真的曾经看过回报的标准差。

因此,说一段时期的复合回报率是非常危险的,因为不可能看长期的业绩记录。在长期内,人类的因素也包括进来了。收益率为 18%的担保投资合约和收益率为 2%的担保投资合约将会改变人类的行为。当你再投资时——多久进行再投资,你能在 1981 年锁定 20 年期收益率为 18%的债券吗?整体的复合效果对再投资的标准差有相当大的影响,它从来不计入人们的回报。

你需要意识到人们的条件影响所有这些回报。我认为对投资者来说关键是过去是伟大的,未来呢?你采访的这些人中没有几个的年龄小于 40 岁的,那是毫无疑问的。你最终会面临均值回复的命运。

谢谢你们。

---

[1] 由私人设立的全国行情局于 1904 年成立,为未上市公司证券提供交易报价服务。粉纸交易市场的监管也是由美国证券交易委员会负责。粉纸交易市场是纳斯达克最底层的报价系统,在这个系统中,市场每周对交易公司进行一次纸上报价,流动性比 OTCBB 更差。粉纸交易市场一般通过股票的做市商进行交易,而不是经过电脑报价。粉纸交易市场还有一个主要功能,当 NYSE、AMEX、NASDAQ 或 OTCBB 的公司若没有按时申报审计财务报告而被下市或摘牌 (de-listing)时,这些公司仍然可以在粉纸市场挂牌做股票买卖。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场超级明星的共同特质和教训

当我研究加拿大最优秀的一些基金经理，并随后对他们进行采访时，一个比其他问题更重要的问题浮出水面：我最应该从他们身上学习的是什么？答案是，管理资金没有最好的方法。它令我想起了在大学参加过的一个演讲。我研究解剖学和生理学，在这个特定的演讲中，一名医学博士在探讨膝盖的运动。我记得他说有五种不同的方法做同样的膝盖运动。他问我们，"这告诉你关于膝盖运动的一些什么内容呢？"当然，我们中没有一个人知道，但是他说，"它告诉我们膝盖运动没有最好的方法。如果有，每个人会使用最好的方法。而且，每个膝盖外科医生使用最符合他们的培训、个性和所有使他们成为医生的其他因素的方法"。我认为没有任何其他的一项对比能够比它更适合资金的管理。这些基金经理中每个人都有自己认可与多年发展起来的截然不同的风格。没有一个风格是最好的，但是每一个人使用的风格是最适合他的。关键是他们不偏离他们的风格，正如外科医生每次做手术时不改变他们做手术的风格一样。

这并不意味着最伟大的选股人没有共同的特质。非常有趣的是，采用截然相反的策略的基金经理通常在做同样的事。例如，成长型投资经理和价值型投资者会控制风险。当我与罗伊特·塞格尔坐在一张桌子上时，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问他，他是否有帮助塑造其投资哲学的重要规则。他握紧拳头重重地捶了一下桌子，说，“从来不以低于平均价格买进”。换句话说，他在说如果他犯错了，会及时止损，而不是通过努力抓住下落中的刀来使得亏损的头寸变得更好。这是成长型投资经理非常普遍的做法，因为一旦有高市盈率的股票开始下跌，会一直下跌，使得投资者的资本永远亏损。

另一方面，价值型投资者用另外的方法控制风险，在下跌时买入通常是他们控制风险的核心方法。当我采访深度价值投资者彼得·普切蒂时，我问他他如何累积股票头寸。他说，“我们持有 1%的头寸，股票经常在我们初次买入后下跌。如果我们喜欢它，我们变得更加自信，我们持续在下跌时买入，并希望在接近底部的时候买入，我们最终累积起全部头寸”。他们倾向于以低于经过他们计算的股票的内在价值的价格买入股票。当市场价值远低于他们认为公司应该值的价值时，他们买入。这经常在短期内要远远超过市场所看到的。最终的结果是，股票通常会跌破初始买入价。在这种情况下，价值型投资经理会在下跌时买入。

正如我们能够看到的，在下跌时买入对价值型投资经理来说是一个好的策略。他们通过他们认为的初始买入价与股票的“真实”价值之间的安全边际来管理风险。当你阅读了加拿大最优秀的一些选股人的教训时，一定要记住这一点。

有纪律

每一个股票市场超级明星都有自己持续努力做到完美的方法。关键是他们在允许其保持灵活性的框架内遵守他们的方法。接受失败的方法是成为你不曾认可的东西，或者失去对你的风格、过程或自己的自信。持续拷问你的过程的纪律是关键。

与众不同的思路（跳出常规思维）

一个人成功的唯一方法是与众不同的做事方法。在股票市场上成功的投资者看到了其他人没有看到的东西。他们不随大流，他们因大众认为是错误的想法或感到不舒服的想法而上了头条。他们不跟踪指数，他们按照自己的想法行动，完全独立于市场的结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有自信

当你自成一格，做自己的事，敢于与众不同，你在短期内会经常犯错。所有的股票市场明星都对自己坚持投资于短期内不受欢迎的股票的能力有足够的自信。这是自信——知道何时犯错——与承认你犯错之间的精妙平衡。

利用市场心理

我认为行为金融学是个人投资者取得成功最重要的决定因素。恐惧和贪婪主导着市场，那些学会控制恐惧和贪婪或以对自己有利的方式运用恐惧与贪婪的人有机会做得很好。多数价值型投资者依赖市场中短期内由于恐惧和贪婪而变得无效的事实。他们通过买入不想要的、不受追捧的证券来利用这一点。随后他们等待市场变得更加有效，股票的“真实”价值反映在其价格中。这一方法能够部分克服人类行为的情绪的影响。这也是为什么汤姆·史丹利多次重复地说，“人类是不会直接校正投资行为的”，没有什么比这说得更清楚的了。消除或降低人们在投资过程中情绪的影响是成功的关键。

管理层

每一个伟大的选股人都提到他们在考虑买入股票时看的一个最重要的变量，是优秀的管理层。企业是在信托基础上建立的，管理层应该守信、有能力，按照最有利于股东而不是自己的利益行事。韦恩·迪恩斯这样选股的一个方法是看财务报表的附注，尤其是管理层以廉价的期权形式赠与自己多少股票。

提姆·麦克艾文认为管理层是重要的，但是董事会也非常重要。这里的关键是这些基金经理中的每个人都通过投资小盘股实现了卓越业绩的很大一部分。对于小公司而言，管理层甚至更加重要，因为公司的前途会立即变得暗淡，尤其是面临糟糕或不诚实的管理层时。

规模制胜

成功的选股人通常变得非常成功。换句话说，他们知道好的想法有很多，但是伟大的想法不会经常有。当他们找到一个真的伟大的想法时，他们会集中投资。有一名基金经理说，实际上，他和其他人在过去这些年中找到了很多同样的想法。使他的业绩更好的关键是，他对自己认为最好的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有较大的仓位，而其他人没有冒这种风险的勇气。这是乔治·索罗斯的第一条规则。这适用于有很多股票还是只有少数股票的基金经理。

而且，很多伟大的选股人实际上管理相对较小的一部分资金。这使得他们更加灵活和敏捷。这在投资小盘股中尤其重要。

小盘股

每一个顶尖选股人都认为他们的绝对多数收益来自小盘股。当你买入大盘股时，很难发现其有较大幅度的上涨，尽管较大幅度的上涨不是不可能的。少数基金经理说他们在被公众误解的大盘股上赚取了一些不菲的收益。

保持灵活

尽管他们都有严格遵守的一项风格，最优秀的基金经理也会意识到形势的变化。适应变化的环境的能力是成功的关键。在任何特定的环境下不是最大的，甚至不是最优秀的能够存活下来，而是最能适应变化的会存活下来。正如我在一些采访中提到的，这也是为什么蟑螂能够在几百万年前的大的气候灾难中存活下来而恐龙灭绝的原因。我们今天仍使用这一类比，当我们说一只特定的股票或一家公司是“恐龙”时，意思是其与现实失去联系，将不会存活。

集中投资

这不是一条规则，但是多数伟大的选股人都只有有限的几只股票。这是因为他们不得不非常了解他们组合中的公司，一个人只能跟踪非常少的几家公司。汤姆·史丹利最少有 8～10 只股票，但是最常见的是 20 只股票。另一方面，埃里克·斯珀特也许有几百只股票，但是他也倾向于集中投资少数几只股票，组合中其余部分只占较小的百分比。

投资未被跟踪的股票

这也许是与投资小盘股的想法类似的。很多最优秀的选股人寻找他们能够发现而其他人忽略的股票。对于分析师勤勉地跟踪的股票而言，信息迅速发布出去，利用小的已知的信息获利的难度更大了。当行业失宠时，这种情形也会发生。如果分析师没有关注特定的行业，甚至在大盘股中也会发现金子，人们只是对其没有兴趣。如果你能在其他人对其不感兴趣时买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入,即便其是一家成长型公司,当其他人开始对其感兴趣并买入时,结果也会是非常棒的。

有耐心

"市场先生"是本杰明·格雷厄姆用来描述股票市场的情绪时使用的一个模拟词语。将市场拟人化了,当市场先生由于恐惧和贪婪变得情绪化时,他做不理性的投资。他是两极化的,情绪甚至在每天的波动都很激烈。市场告诉我们一只证券每天的市场价格,容易让人失去耐心,看不到这一事实,即股票只是企业的一小部分。企业发展了,基本的企业通常不同于他们每天在市场上反映的价格。在面临所有的市场噪音时,很难对你买入的股票保持耐心。很多接受采访的基金经理,从价值型投资经理到成长型投资经理到对冲基金经理,说他们希望自己更有耐心,这是他们经常在努力达到的目标。例如,弗兰克·默施说他的基金一度以每股 0.10 美元的价格持有加拿大自然资源公司 30%的股份。如果他持有到今天,他的头寸在今天的价值是几十亿美元。

保持谦虚

这是所有的基金经理共同的特质。一般来说,如果你不保持谦虚,市场迟早会让你变得谦虚。这是需要技巧才能达到的,因为为了成功,你也必须非常自信,不关注其他人所说的。这是一个精妙的平衡。

持续质疑自己

每个接受采访的基金经理都持续质疑自己的决定,以便在面临市场噪音或明确他是否应该改变思路时在内心中证实自己投资的正确与否。

不害怕承认错误

"最优秀的",无论是选股、做企业还是运动,都需要有足够的勇气和自信不害怕错误。如果你担心其他人的想法或从标准中走出来且犯了错误而局促不安,通常会变得平庸。

从错误中学习

错误被伟大的选股人认为是好事,因为他们能从中学习。这是我在对所有的超级明星进行采访时通常会问的一个问题。多数人感觉今天是比 10 年前更好的投资者,因为他们有机会犯更多的错误,并从中汲取宝贵的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教训。我是一名飞行员，正如他们在说航空业时所说的，“只要你从犯错误中存活下来，结果就是一个好的学习经历”。

持续拥有盈利的股票

多数人卖掉盈利的股票，持有亏损的股票。这一共同的特质是导致多数投资者业绩糟糕的原因。所有接受采访的成长型投资经理都提到这方面的考虑是他们成功的关键。有趣的是，几名价值型投资经理说这也是重要的，是他们试图实现的。典型的价值型投资经理在很多情况下卖出太早。阿伦·杰克布说发行股票的公司通常要比人们预期的糟糕，但是另外一方面，好公司经常被低估。这也是对他来说为什么持有盈利股票是重要的原因。

寻找与众不同

寻找其他人忽略的股票是跳出常规思考的一部分。正如弗兰克·默施所说，这可以进一步做下去。他说他看到报纸上有一篇关于阿尔伯塔省派他们的基础设施部长去以色列学习如何管理水的小文章。为什么要这么做呢？发生这样的情形时，阿尔伯塔省有充足的水，但是油砂使用了30%的加拿大西部的水，达到了分水岭。每生产1桶石油，就需要10桶水。

另外一个例子是，如果对天然气有大量的需求，不要只看钻孔机，也看钻孔机的设备提供商与提供设备的人们。这些也许是被忽略的公司。

相信本能

市场是一个大的拍卖场，它为好的市场感觉出价。它也对诚实的管理层及公司发展的好的能力的感觉出价。这也使得成为良好的基金经理更多的是一门艺术而不是科学。我不知道这一技巧是否可以教授，或是否能从一开始就学习。然而，有一件事是明确的，最伟大的选股人有好的直觉。阿伦·杰克布尤其强调这一点，其他人也重复强调了这一点。你的直觉会因经验和犯错误而提高。

拥有自己的企业

伟大的选股人有一些不适合常规的特质。这也是为什么他们会成为伟大的基金经理的原因。问题是，很多传统的大型资金管理公司不是为这一“跳出常规”思维设立的。如果你想做事与众不同，你将不时地犯错误，有时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候还会犯严重的错误。这能导致被解雇的职业风险。另外一方面，人们在为他们自己工作，拥有自己的公司，可以按照自己的所想管理资金，因为他们是老板。这几乎是超级明星是他们自己的企业的独立所有者的关键原因，只有一位没有自己的公司，他在一家公司工作，该公司奖励成为伟大基金经理的素质。

